全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

添富书屋

汇添富基金·世界资本经典译丛

# Risk Arbitrage

# 风险套利

盖伊·P.韦瑟-普拉特（Guy P. Wyser-Pratte） 著

盖伊·P.韦瑟—普拉特是套利界泰斗。

——《华尔街日报》



上海财经大学出版社 

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

# 风险套利

盖伊·P.韦瑟—普拉特
(Guy P.Wyser-Pratte) 著

罗清亮 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

**图书在版编目(CIP)数据**

风险套利/(美)韦瑟—普拉特(Wyser-Pratte,G.P.)著;罗清亮译.
—上海:上海财经大学出版社,2014.8
(汇添富基金·世界资本经典译丛)
书名原文:Risk Arbitrage
ISBN 978-7-5642-2205-5/F·2205

Ⅰ.①风… Ⅱ.①韦… ②罗… Ⅲ.①金融投资 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 162864 号

□ 责任编辑 李成军
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义
□ 责任校对 王从远

FENGXIAN TAOLI
**风 险 套 利**

盖伊·P.韦瑟—普拉特 (Guy P.Wyser-Pratte) 著
罗清亮 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海华教印务有限公司印刷装订
2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15 印张(插页:7) 244 千字
印数:0 001—3 000 定价:52.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拨动琴弦

唱一首**经典**

**资本**脉络

在**伦巴第**和**华尔街**坚冷的墙体间，仍然

依稀可见



千百年后

人们依然会穿过泛黄的书架

取下

这些**书简**

就像我们今天，**怀念**

秦关汉月

大漠孤烟

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2013-278 号

*Risk Arbitrage*

Guy P.Wyser-Pratte

Copyright © 2009 by Guy P.Wyser-Pratte.

All Rights Reserved. This translation published under licerse.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Corpyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2015.

2015 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

**版权所有　翻版必究**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了10年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去10年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理股份有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跨度长达百余年，汇添富基金希望能够借此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，带您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一到第十一辑里，我们先后为您奉献了《伦巴第街》《攻守兼备》《价值平均策略》《浮华时代》《忠告》《尖峰时刻》《战胜标准普尔》《伟大的事业》《投资存亡战》《黄金简史》《华尔街的扑克牌》《标准普尔选股策略》《华尔街50年》《先知先觉》《共同基金必胜法则》《华尔街传奇》《大熊市——危机市场生存和盈利法则》《证券分析》《股票估值实用指南》《货币简史》《货币与投资》《黄金岁月——美国股市中的非凡时刻》《英美中央银行史》《大牛市(1982～2004)——涨升与崩盘》《从平凡人到百万富翁》《像欧奈尔信徒一样交易——我们如何在股市赢得18 000%的利润》《美国国债市场的诞生》《安东尼·波顿教你选股》《恐惧与贪婪——动荡世界中的投资风险和机遇》等66本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第十二辑中，我们将继续一如既往地向您推荐5本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

在2007年由美国次贷危机引发的全球金融危机中，评级机构对于金融产品和国家的评级受到了广泛的责难，由此引发了评级机构是否能够公正开展评级业务的讨论。《评级机构的秘密权力》一书从所有制结构和付费方式两个方面，说明了整个评级制度具有的先天缺陷，对于评级体制的公正性提出了挑战，呼吁从根本上改变评级体制的构架。同时，针对评级机构对于其评级不负法律责任提出了质疑，鉴于评级结果对于国家和社会的重大影响，评级结果不是简单的意见表述，而是类似于专家意见，评级机构必须为其评级负法律责任，必要时应该给投资者以补偿。本书从根本上对现行的评级体系提出了宣战，呼吁从根本上重新构建整个评级体系，使得评级机构的结果重新建立在声誉竞争的基础上，从而实现公正的评级过程，并从从众的心态转变为重视评级的质量，从而通过评级真正起到控制风险的作用。

投资是一门充满神奇诱惑的艺术，顶级投资家的选股故事总是会引发我们的无限感慨和好奇探究。《至高无上——英国顶级投资经理的选股秘诀》向我们揭示了8位伦敦城最伟大的投资人之所以伟大的那些关键特征背后的机制和心理学秘密。这些顶级选股人如何在股票市场上轻松赚得数百万乃至数千万美元，甚至更多？这就是本书作者乔纳森·戴维斯在对他们进行访谈时所要回答

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的问题。书中强调这些顶级投资经理的共同特质，解释了他们的投资策略、风格和成就是如何发展起来的，并力求帮助普通投资人学习、掌握这些技巧。

市场就是一群乌合之众。为了在市场上赚钱，我们必须成为市场的一分子，我们要受到这个过程的约束，因此最好了解不同的群体如何形成市场；一旦我们决定参与市场，我们的个人心理就会发生变化。《从众投资——宏观行为技术分析实用指南》旨在揭示股票走势图表背后所隐藏的种种思维过程，揭示影响价格走势图的人类情绪以及驱动牛市和熊市的心理因素。《金融市场技术分析》的作者约翰·墨菲认为："尽管行为分析早已应用于金融和经济领域，但约恩·特里西的这本书是我所见过的把行为学原理应用于技术分析的首次尝试。《从众投资》是对行为和技术这两个分析领域研究文献的又一深受欢迎的补充。"

套利是在一个市场上买入某份合约并在另一个市场上卖出它的行为。只要人们一直在交易，套利就始终是热门的投资策略。《风险套利》最初于 1971 年出版，是套利策略的经典范本。本书涵盖了从平均预期收益到公司冻结的所有内容，还增加了新篇章"积极套利"，展示了积极维权和套利的变形。通过真实的案例阐释以及案例研究，《风险套利》成为每一位严肃的投资专业人士以及精明个人投资者的必备指南。

《颠倒的市场》作者维恩·特兰博士作为对经济和投资有深入研究的渊博学者，在投资领域积累了长达 20 年的经验。书中，作者首先回顾了历史上美国所经历的股市动荡和经济危机，结合日本经济萧条时期的经验和教训，对当下美国正在经历的次贷危机的根源进行了深入的探讨和分析，冷静建议人们理性对待当下的特殊经济环境。无论是对于专业市场人士还是普通的市场参与者而言，本书都是一本不可多得的解惑传道之作。特别是对于普通的市场参与者，如何在动荡的市场环境中，保障自己用于养老的不可再生的财产的安全，是亟待思考的重要问题。特兰博士以此为出发点，详细分析各种投资方案的优劣，帮助市场参与者进行理性的思考和选择，该书也由此成为应对当下经济环境的教科书式的经典。美国银行全球财富管理集团主管阮通(Thong M. Nguyen)给予该书很高的评价："《颠倒的市场》对债务累积所隐藏的祸患做出了警示。解决了次贷危机，并不意味着我们所面临的经济困境得以终结。投资者即将面临政府巨额负债引发的下一轮危机。维恩·特兰对此洞若观火，在本书中他与读者分享了在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济逆境中投资获利的种种策略，他建议提高资产流动性，以更好地保护资产和规避不可预见的风险。”

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今，始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立以来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。公司成立以来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”20 年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财大出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数高低更为务实和有意义。当今中国正处在一个稳健发展和经济转型相结合的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

**张 晖**

汇添富基金管理股份有限公司副总经理、投资总监

2015 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 前 言

“风险套利”一词最初出现于 1969 年 6 月，源于本书作者在纽约大学工商管理研究生院攻读 MBA 学位时的论文。1971 年 5 月，该文章经过修订，发表在《财政研究所期刊》(*The Bulletin of the Insitute of Finance*)上。1982 年，被所罗门兄弟中心再版。该中心位于纽约大学工商管理研究生院，致力于金融机构的研究。

《风险套利》升级版涵盖了套利领域自 20 世纪 70 年代以来的最新进展。新增的一个章节——“积极套利”——反映出套利与能动性经过初期融合，形成了一种新的艺术形式。

本书写作的视角和内容，反映了作者从事套利和维权投资所累积的实践经验。

作者对以下提供过大力帮助的人士致谢：首先，感谢父亲尤金·韦瑟—普拉特(Eugene Wyser-Pratte)，本书中可以找到其多年的套利经验；其次，感谢两位做出了巨大贡献的父亲的同仁，迈克尔·凯利(Michael Kelly)和斯科特·普林奇皮(Scott Principt)，经过其协助，才将《风险套利》升级到了目前版本；最后，感谢对完成此项成果给予巨大帮助的韦瑟—普拉特公司行政人员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 目 录

**总序**/1

**前言**/1

**第一章　导论**/1
风险套利的起源/1
套利团体/3
20 世纪 70 年代至 21 世纪前 10 年的套利团体演变/5

**第二章　并购套利**/16
概述/16
收集信息/17
计算平价/19
测定时间因素/20
投资回报/22
风险/22
平均预期收益/25
建立头寸/26
转变头寸/27
圆满完成/28
税务策略/30
新可转换证券的处理/31

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



反垄断注意事项/33
小结/34

**第三章　并购套利：实际应用**/35
1971 年之前的并购/35
1971 年至今的并购/58
在并购套利中使用期权/69

**第四章　现金要约收购**/74
1971 年前的情况/74
20 世纪 70 年代末 80 年代初的现金收购浪潮/79

**第五章　其他风险套利情况**/100
交换要约/100
资本重组/102
分拆/105
预约购股权情况/107
有限风险套利/110

**第六章　公司“冻结”：诡计综合征**/112
简介/112
一些著名的案例/113
小结/118

**第七章　积极套利**/119
贝奇(Bache)/布鲁—贝奇(Pru-Bache)年(1967～1991 年)/120
韦瑟—普拉特年：日益积极的年份(1991 年至今)/124

**第八章　总结与结论**/133

**附录 A**/136

**附录 B**/150

**附录 C　积极套利方案**/154

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第一章　导　论

## 风险套利的起源

“套利”一词的简单定义——在一个市场上买入某一商品，同时，在另一个市场上卖出该商品——在过去几十年间业已产生相当大的变化。套利最早出现于中世纪后期，当时，威尼斯商人买卖可交易货币，旨在从其价格差异中谋利。这种“经典的”套利活动，无论是过去还是将来，在执行过程中实际上就是无风险投资，因为所用投资工具的可兑换性决定了交易的利润或价差。

最初阶段，通信在欧洲金融背景下发挥了其战略重要性。据说，著名的罗斯柴尔德伦敦商业银行，通过利用信鸽，提前获得了惠灵顿(Wellington)在滑铁卢战役中取胜的消息，导演了一场史无前例的“交易所大翻盘”。得到获胜消息之后，罗斯柴尔德便开始在伦敦证券交易所全力抛售各种证券，尤其是伦敦政府债券。这种现象使得大众误以为惠灵顿遭受失败，从而陷入了恐慌的抛售浪潮。随后，消息灵通而又机敏的罗斯柴尔德便开始通过一些傀儡，悄无声息地购买所有出售的政府债券。当信使将联军胜利消息送达的时候，罗斯柴尔德已经获得了一笔非常可观的收入。

伴随着同一种证券在不同的欧洲交易所开始交易，以及通信工具由信鸽进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



化成了无线电，证券套利的实时交易让位给了"趋势"套利。因此，举例而言，如果有人拥有伦敦和巴黎之间的优良有线通信，两个市场上正在交易同一种证券，那么他便会试图探究其在两个市场的发展趋势。假如伦敦存在买家、巴黎存在卖家，套利者便会出售其在巴黎买入的证券，并当伦敦的买进趋势跌至谷底时，稍后进行空头回补；反之亦然。无论如何，市场流动性的加快和通信技术的提高为"趋势性"和"实时性"交易提供了机遇。[1]

通过将交易工具转换为普通股的方式，无风险套利进入美国证券市场（如可转换债券、可转换优先股、认股权和认股权证）。依照摩根·埃文斯（Morgan Evans）的说法，这种套利交易"……并不是在纽约疯狂买入 X 股票，之后瞬间就在旧金山卖出，就像那些国际套利者一样，他们在阿姆斯特丹买进壳牌贸易公司股票，在纽约卖出。相反，它主要关注的是，在某一价位买入证券，并且以更高的价位卖出相等数量的（证券），通常情况下会在同一市场上……可交易性的兑换仅仅在于某个方向。从这个角度来看，它有别于……双向可兑换或者可交易性，这种情况往往与外汇市场有所关联"。[2]

20 世纪 30 年代，有两次明显的进程对美国套利业务的演化产生了深远的影响。首先，许多铁路部门在 30 年代末正在摆脱破产阴影。为了缓解其沉重的债务负担，优化资产结构，它们中有很多进行了重组（如资产重组）。这些重组计划必须得到不同层次证券持有人的支持，因此，通常情况下，需要发行新证券来交换原有债务或优先股。套利者发现，他们能够基于"发行前交易"卖出这些新证券，之后，以低于发行前交易证券的价格买进用于资产重组的股份。这些价格差异或者说价差之所以存在，原因在于内在风险性，因为重组计划可能无法顺利完成，这会妨碍必要的单向兑换性。套利者能够利用价差，并且愿意承担这种风险。事实上，现在的套利活动开始从无风险操作转化为风险操作。

其次，在这一时期同样重要的事件是出台了 1935 年的《公用事业控股公司法案》（Public Utility Holding Company Act），该法案要求公用事业单位撤销其持有的子公司股份。在母公司制订剥离计划的同时，"发行前交易"市场不仅发行了子公司的股票，而且还发行了母公司不含红利的股票。因此，当这些"发行

---

〔1〕 Morgan D.Evans, *Arbitrage in Domestic Securities in the United States* (W.Nyack, 1967).
〔2〕 Morgan D. Evans, *Arbitrage in Domestic Securities in the United States* (W. Nyack, 1967)., p.14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前交易"证券市值总和(即各部分的总和)大于母公司(整体)市值时,就可能会产生套利交易。

"源自资本重组的利润,最终会致使套利者充分利用该股票的价格差异,或者说价差,这同样适用于并购、清算和竞标过程。"[1]然而,只有当必要的无风险套利单向可转换性由于顺利实现而变为法律事实时,该价差才会转变为利润。

华尔街风险套利的迅速扩大是由于 20 世纪 60 年代大型公司并购浪潮所引起的,当时,公司出售方数量激增,与之匹配的是同样令人难以忘怀的买方。"协同作用"作为一种新理念,即一加一等于三,为市场所普遍接受;在不断收紧的货币市场上,飙升的股票价格提供了廉价融资渠道;基于合并经营的并购会计处理,为有意向并购的公司开出了极具诱惑力的收益计算方法;最重要的是,通过将各种证券交易打包组合,就可以集中利用各种节税举措。

20 世纪 60 年代的那次并购浪潮使得套利者培育出在风险套利领域中的专业知识,同时交易本身也不断产生各类新情况,此时,专业人士可具有更多的灵活性。之后,除了并购以及资产重组外,风险套利也包含股票股权收购、现金投标报价、预购股权状况、分拆等内容。在证券市场疲软和货币市场收紧的双重作用下,协同合并规模缩减,这时,流动性、紧急合并以及非合并活动为不断扩大的套利业务范围提供了机会。

## 套利团体

"华尔街的大资金通常会为其专业领域罩上一层神秘的面纱,其中,最令人感到神秘的就是一小撮被称为'套利者'的专业人士。他们是华尔街一个独特的群体,因其独特能力而名扬于外,能够发现可能转化为巨额盈利的蝇头小利。'这总会让我花费一个小时的研究才能够看到这种利润',一名纽约证券交易所员工说道,'并且,就在这一小时中,机会就会悄然而逝。'另一名员工说,'我认为他们是欧洲市场的模糊影子。我甚至都不知道他们是谁'。"[2]套利者们就喜欢这样。

---

[1] Morgan D. Evans, *Arbitrage in Domestic Securities in the United States* (W. Nyack, 1967)., p.71.

[2] "More Brokerage Firms Try the Frenetic, Risky Business of Arbitrage," *The Wall Street Journal*, April 7, 1967, p.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过去几年间，越来越多的财经媒体想要探索风险套利者的活动，然而，无法接触到其深层次的操作。接触到了很多套利者，尽管很投缘，但是在总体上仍然毫无帮助。"套利者们一般只为自己进行操作，'显然，我宁愿普通人不清楚如何完成套利。'某人这样说道。'因此，对套利操作内容透露得越少越好。'"[1]甚至摩根·埃文斯在其著作《美国证券套利》(*Arbitrage In Domestic Securities In The United States*)一书中，尽管出版了无风险和风险套利的主题内容，却没有进行详细的解释，在专业性的细节操作问题上几乎没有涉及。

之后，套利团体囊括了十几家华尔街公司，有各种形式的套利，其设立的初衷是提高交易所资本，其中囊括诸如雷曼兄弟、高盛、罗斯柴尔德、摩根士丹利以及所罗门兄弟等知名公司。

许多套利公司在风险套利业务中都会吸收外资银行的资本。对于国内客户而言，大部分并不愿意参与该项业务，因为后者相对于其欧洲同行而言有点谨慎。还有一些公司为了避免利益冲突，不会针对委托人账户进行套利活动。

套利团体非常小。每一个团体成员都在该团体中有自己特定的朋友圈，他可以与他们自由地交换意见和信息，通常情况下通过直接私人有线电话进行沟通。有时候，甚至至交好友会因某次特定交易而共享某个联合账户。但是，对其他成员而言，无论是团体内部还是团体外部，成员又会保持冷漠关系。

很多华尔街公司以及私人投资者，总有这样或那样的时刻，尝试参与风险套利业务。由于既缺乏交易细节方面的教育和经验以及必要的专业人士，又不具备套利团体成员的资格，他们一般会中途退出。一些所提议的兼并活动会被取消，总会让业余者退出，匆匆返回到优秀的传统证券投资业务之中。

对于近十年来华尔街套利团体动态变化的正确探讨，如果不考虑这些专业交易者操作的背景因素，那么这种探讨就不算完整。因为这始终是技术娴熟套利者们游刃于复杂而又千变万化的市场环境中的天资才能，这些机会是别人难以捕捉的。按照最流行的说法，或者，正如一些人所提到的那样，"声名狼藉"的套利团体最初在并购领域中进行操作，由于适应日新月异风险套利环境的需要，对学生们而言，他们适应风险套利世界的变化并取得进展，这时，如果要评估套利所面临的机会，并购结构发展的概要简介是绝对必要的。存在于 20 世纪 60

---

[1] "Huge Profits Out of Tiny Margins," *Business Week*, March 28.1966 p.114.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年代的并购业务，对于今天在华尔街实践的学生来说，可能更像是一抹异国景色。尽管每个时代都会给交易市场的结构和步伐带来新发展，但是20世纪七八十年代却是为现代交易结构奠定基础的关键时期。事实上，近些年的一些发展根本无法与这个关键时期的创新发展相媲美。冒险进入市场的套利者，都需要秉承自身的敏捷性和创新性。随着市场交易日渐明朗，套利者同银行家和其他参与者的社会公众形象在华尔街也变得前所未有的臭名昭著。20世纪70年代的收购战，以"观赏性体育项目"的姿态，出现在其他金融和商业团体面前。在不断增长的交易热潮下，套利者要应对不断变化的情形，经济、政策、金融和法律状况导致经济的跌宕起伏，在这段美国企业发生深刻重塑变革的时期，这些方面都出现了新的变化。

## 20世纪70年代至21世纪前10年的套利团体演变

### 20世纪70年代

20世纪70年代可以看到，60年代末期的初始交易浪潮聚集起了相当大的能量，并且在此过程中，扩大了公司买方进行收购的种类和形式。随着在该团体内的混合反应，它也把套利者推到了公众面前。正如预期的那样，关注催生了更多的关注，到20世纪70年代末，套利者可以说是在交易的海洋中畅游……还有其他套利者。

最能代表20世纪70年代特征的是，这些年间的并购业务使用越来越新颖、越来越灵活的交易结构。解密技术更加积极，记者更加好奇，并且曾经意气相投的套利者俱乐部中，套利者只会把自己的专业知识传授给少数几家公司，现在却发现自己身处于一个被新手包围的市场中。

较为显著的发展之一是第一次真正的大规模敌意现金收购，它在1969年就埋下了伏笔，敌意收购者西北工业公司(Northwest Industries)出价竞购百路驰(BF Goodrich)。国际镍业公司(Inco)于1974年发起ESB公司并购，该次要约之所以出名，其原因在于，它不仅是一次全新的现金敌意收购，而且它代表着一次并购交易世界中的大胆创新。对套利团体而言，重要性在于潜在公司买方颤抖地放置的另一支箭，当然，还在于考虑那些在交易中因买入头寸而进行的风险/收益修正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出价公司选择范围的增加在同等程度上扩大了套利者的获利机会。在直接向股东提供的要约中，有关董事会诚信责任和股东权利之间恰当平衡的争论，开始慢慢走向舞台中央——它在之后几十年间牢牢占据着这个位置。正如“股东有利”一般情况下等同于“套利有利”，新敌意收购者当然会张开双臂欢迎。

然而，这10年并没有完成创新，接下来出现的变化会涉及套利者付款的分配。通常情况下，控股型要约收购紧接着就是挤出式兼并，从而让要约方实现100%的控制。这时，常规预期是，在交易中收购股票的所有者，无论是敌意的还是友好的，都将在前端和后端收到同样的资金。要约收购在第一阶段所支付现金或非现金代价的价值等于后端的资金代价。与该前提假设相关的第一次重大背离情况，出现在麦克德莫特(McDermott)和维尔贝莱特弗莱(Wheelabrator Frye)公司间针对普尔曼 (Pullman)的收购战。麦克德莫特提出一个收购包，特色是前端支付现金，后端支付价值明显低于前端的证券。最终，普尔曼在白衣骑士救援中被维尔贝莱特·弗莱收购了，但是“双重”要约已经出现了。它改变了一些通常与要约收购相关的结构和融资的财务限制，允许使用更具创造性的结构性交易并且在敌意收购方式中降低现金依赖性，通过这些方式，扩大了交易的狂潮。

尽管套利团体享受着交易量的增长，但是对于其吸引到该业务中的新手却没那么兴奋。投资的套利回报是该特定价差需求的直接函数。本来5个或6个套利者愿意接受年回报率不低于25%的交易，但随着愿意接受20%回报的新参与者的到来挤压了其他人的可获得利润。新参与者会在降低购买方价格的同时提高目标价格，让那些需要更高回报的套利者“远离”市场。在此期间，套利市场的这种新群体最好用这段时期套利自身的语言进行描述，就像《巴伦周刊》所刊登的一则故事。

到了20世纪70年代……套利团体很难隐藏其在大型公司并购中的作用。1975年，伊凡·波斯基(Ivan Boesky)——一名律师、会计师和证券分析师，成立了一家专门从事风险套利的有限合伙公司，这可能是第一家从事该业务的大型公司。为了吸引资金并增加对套利团体其他成员的厌恶情绪，波斯基践踏了所有禁止宣传的不成文规定。“波斯基是第一个面对现实的皇后，”艾伦·斯里夫卡(Alan Slifka)，罗斯柴尔德·翁特伯格·托宾(Rothschild Unterberg Towbin)套利部门合伙人，这样说道。1977年，《财富》杂志用两个版面宣传波斯基，照片

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上他笑逐颜开,在联合技术(United Technologies)收购巴布考克和威尔科克斯公司(Babcock & Wilcox)业务中,他和几位其他套利者获得了超过3 000万美元的巨额财富。

金钱如流水般进入风险套利业务中。美林和摩根士丹利迅速成立了套利部门。很多富有经验的套利者成立了自己的有限合伙公司,并且整个业务链上的小公司也加入行动中。

随着廉价出售优质公司数量倍增,相对于资本投资本身而言,一家公司获得另一家公司的收购成本变得更低了。但是,横向盘整的股票市场也意味着,收购股票是"最好的时机"——注册代表们渴望激发那些对股权不感冒客户的兴趣。至少两家大型券商,奥本海默公司(Oppenheimer & Co.)和贝尔斯登(Bear Stearns),发起了有组织的攻击,发布了散户和机构客户研究报告。尽管没有直接数据,但据猜测,在一些交易中,多达半数的套利行为是"非专业性的"。

"洗牌是该业务中出现的最好的事情。"在科恩、德莱尔和考夫曼从事套利业务的约翰·蒙克(John Monk)如是说。蒙克业务中最主要的是收窄的价差,太多的玩家为了同一块业务相互争夺,争相买入。"我在这些天听到最多的抱怨就是价差,"蒙克说,"几年前,如果出价 25 美元收购某家公司,你或许会看到,它在 19 或 20 美元开盘。每个人都是理性的。今天,价差消失了。"

无序市场是另一个问题。"这里有33 000名注册代表,"蒙克继续说道,"他们可能会导致市场出现严重混乱。非专业人士往往一遇到麻烦征兆就退出,向市场抛售所有股票。"

伊斯顿公司(Easton & Co.)的史蒂夫·哈恩(Steve Hahn)抱怨说:"过去可以根据自己的想法买入股票,这从来都没有任何问题。现在,我发现自己在追盘 5 000股股票,只能得到,比如说,3 000股。"但是,套利者过去从事的批量交易,往往会是其十倍或百倍,他们会嘲笑这种抗议。他们乐观的哲学理念是,"当情况变得艰难时,只有吃苦耐劳的人能继续前进"。有人这样说,据说他的公司在处置其套利部门时投入了约 1 亿美元:"市场有一种自我修正的神奇方式。例如,如果你遇到一种类似于我们在马拉松比赛中所见到的情形,该股票在美孚公司出价 85 美元之后迅速上涨到 90 美元,那么,你会发现,这些钱大部分是非专业或经验不足人士的钱。只有股票再次下跌到低点 80 美元,你才会发现套利资金通过一种重要途径进入其中。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当然，无论是对于专业人士还是非专业人士，这一年都令人难受。高企的利率侵蚀了大多数投资部门的利润。高利率对套利有利也有弊。一方面，持有成本必须计入既定交易中的价差，尽管一名套利者宣称："如果在你是否进行某项交易中，15%和 20%的利率差异是决定性因素，那么你或许最初就不应该考虑它。"

本书作者的观点是，私人以及机构投资者应该更熟悉风险套利，因为这常常看起来就像纽约证券交易所一半上市公司想吞下另一半。因此，涉及兼并以及风险套利其他形式的股票通常会表现一致，而不是表现出其基本面或技术面特征。此外，普通投资者应该知道，如何评估交换其持有证券所提供的特定证券包。对其中一些问题的回答，会让投资者做出重要的投资决策：是持有证券头寸，还是处理掉它。因此，作者的意图是，通过讨论套利者介入的各种活动，解释并描述这些市场反应。

然而，在《风险套利》第一版中，广泛涉及了反映 20 世纪 60 年代重点的兼并套利，现金要约收购在 20 世纪七八十年代变得更为重要，并且在后面的章节中给出了更多的描述。事实上，现金收购成为一种受人喜爱的工具，因为它影响了所谓的"周六晚间特别情况"或是敌意收购要约。在接下来的案例中会显示出，套利团体参与到这些现金收购要约所获得的利润远远大于其参与兼并活动，因为前者通常会为目标公司寻求具有竞争性的报价。

## 20 世纪 80 年代

20 世纪 80 年代出现迄今最大的收购潮，把套利业务带到了新的高点。在交易中推动扩张的是引入了高收益或"垃圾"债券，为敌意收购融资。用自己的资产作为抵押来买入某家公司的概念业已经过长期的深思熟虑，但是还没有在上市公司中普遍应用。这 10 年所带来的理念和做法，其规模超出了人们的想象。德崇证券(Drexel Burnham Lambert)迈克尔・米尔肯(Michael Milken)垃圾债券部的威力就是这样，有时候，似乎没有哪项交易会由于过大或过于大胆而无法推出。这种肆无忌惮的成功，或者有人会说，德崇证券过度融资以及那些从中获利的人，最终结局就是对套利者伊凡・波斯基的公诉，或者之后的米尔肯，他们都出现了影响广泛的内幕交易丑闻。伴随这些事情到来的是垃圾债券市场以及德崇证券自身崩盘的开始。但是，在这架融资机器之前，运转它的人在并购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和套利业务中留下了不可磨灭的印记。

米尔肯创造的是一个针对公司蓄意收购者的债券交易市场。米尔肯的新债务工具独立存在，无须兑换成股份。除此之外，它们允许公司蓄意收购者完全以现金形式进行融资收购，并成功绕过了《米尔议案》(Mill' s Bill)，该议案不允许降低与股权收购债务相关的利率。蓄意收购者只需要得到德崇证券的一封“高度信心”信函，就可以筹集必要的资金，并且它能保证其意图会受到华尔街以及目标董事会的认真对待。

20 世纪 80 年代也出现了越来越多的“白衣骑士”拯救公司的事件。在一些知名的案例中，有一个是杜邦公司 1981 年在施格兰公司(Seagrams)提出最初收购要约后中标康菲石油，以及西方石油公司(Occidental Petroleum)从 T.布恩·皮肯(T.Boone Picken)的梅萨石油公司(Mesa Petroleum)收购中救援城市服务公司(Cities Service)。那年也为交易词典创造了一个新术语：反噬防御(PacMan Defense)，即敌意收购目标公司对收购者提出反要约收购的一种防御战术。本迪克斯(Bendix)发现自己成为马丁·玛丽埃塔公司(Martin-Marietta )反噬防御的受害者，之前，它对后者进行敌意收购。最后，本迪克斯在白衣骑士救援过程中被联合公司(Allied Corporation)收购。对套利者而言，所有这些情况都意味着一件事情：机会。竞购战的频率很显然是套利团体的一个福音。随着时间的推移，风险套利和并购业务都会受到德崇证券金钱机器相反力量的强大影响，从立法方面来看，这是反收购立法的平衡力。

“毒丸”反收购策略被普遍采用是 20 世纪 80 年代更为重要的发展之一。在支持“毒丸”策略过程中，特拉华州高级法院基本上批准了一种设计，通过多年损害股东权益以求从收购方获得合理价格将被视为管理不善。这种新的反收购防御与股东基本权利之间的明显冲突在特拉华州法院莫名其妙地消失了，并且一直延续至今。通过简单的董事会决议，“毒丸”计划可以不经过股东大会批准而修改公司章程。“毒丸”计划背后的基本理念是：禁止股东在股票折价发行中的平等参与权，稀释敌意股东的投票权，以避免蓄意收购者触发通过规定持股比例的阀值。在 1985 年莫兰(Moran)诉家庭用品国际公司(Household International)案例中，特拉华州高级法院驳回了莫兰推翻家庭用品国际公司“毒丸”计划的请求。这一历史性的判决固化了反民主收购计划的存在性，令人遗憾的是，它还在继续削弱股东的权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1987 年股市崩盘是 20 世纪 80 年代的标志性事件，并且也给套利团体带来第一次重要的宏观经济冲击。当时，由于大多数高调宣布的交易均以现金出价，套利者无法做空，无法配合做多波动，从而使头寸与每日市场波动隔离开来。在这一历史性的交易日，价差扩大得如此厉害，以致整个套利团体遭受了重大损失。崩盘的直接后果所带来的问题是：接下来如何发展？对于风险套利业务的未来发展有各种不同的意见，因为并购业务本身的融资取决于投资者对风险的偏好。一些公司投票决定完全退出其套利操作，然而，另一些公司认为这只是指数套利的崩溃，这些很快就要结束了，因此选择向其套利部门增加额外的信用额度。这种想法是充分利用大幅超卖的市场环境，以及由于恐慌性抛售所导致的定位误差。这些经受住了市场恐慌的公司获利匪浅，因为市场在美联储关注下开始稳定，价差收窄，事实证明反对者是错误的。实际上，仅仅在一年之后，KKR 得到了德崇证券并购基金支持，就赢得了并购战，以迄今为止最大的杠杆收购方式，以 250 亿美元收购了雷诺公司(RJR)。

1989 年，工会牵头，以每股 300 美元收购美联航(UAL)出现了灾难性的崩溃，这样，自 1987 年崩盘后 2 年的休养生息破灭了。如果说 1987 年股市崩盘是更大金融团体在这 10 年具有重大影响的事件，那么美联航交易失败对套利者也同样影响重大。以黑色幽默的方式，UAL 也被称为“联合套利清算”(United Arbitrage Liquidation)，不幸的是，UAL 交易对风险套利中“风险”的含义做出了明确的说明。UAL 股价的单日跳水，以及套利部门的附带损失，即为追加保证金而抛售头寸回收资金，这使得道—琼斯指数之后大跌 190 点。UAL 是过热市场中为数众多危机中的一个典型案例：信心超越谨慎的现象，灾难的根源屡试不爽。事后来看，就在 UAL 股票崩溃前，很多套利者眼巴巴盯着 UAL 价外看跌期权的价格。一个简单的配对看跌期权策略就会让每个套利者隔离其多头头寸的损失。相反，一些套利者发现自己的业务已经建立起来了，因为他们的资助人完全回避风险套利业务。尽管 UAL 交易完全是自身的灾难，但也是更大问题的症状。10 年中大部分时间内，华尔街都在过度使用杠杆并且普遍无所节制，到头来还是自食其果。

这个年代给套利团体、并购业务以及美国公司带来了很多创新，它就这么结束了。对垃圾债券市场开始名副其实的疑虑，对德崇证券销售新债券能力施加了巨大压力。公司没有迈克尔·米尔肯就突然变得群龙无首，1988 年，他被指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


控犯有 98 项欺诈和诈骗罪名。那时,德崇证券自身也忙于避开纽约总检察长鲁迪·朱利安尼(Rudy Giuliani)的指控,并且之前内幕交易丑闻就涉及了伊凡·波斯基、丹尼斯·勒文(Dennis Levine)和约翰·摩尔海伦(John Mulheren),这已经塑造了略带邪恶的套利者形象。当时的预测很可怕。经历了套利参与者和并购业务的磨难,以及放缓的经济增加了对衰退的担忧,风险套利本身似乎已经岌岌可危,对华尔街并购战的轻松探讨开始让位于更加阴暗的违约和破产讨论。

## 20 世纪 90 年代

接下来 10 年的早期阶段,对于风险套利业务而言是一段平静的时期。国家正在经历自 1982 年以来的首次衰退,美国公司职位减少并开始内部整顿,"进取性"80 年代的那种令人心醉的感觉几乎丧失殆尽。德崇证券在 20 世纪 90 年代正式结束了在华尔街初次上市债券业务的统治地位,当时,一连串的信用等级下调迫使它从商业票据市场转移,并且进入了破产程序。其以销售垃圾债券声名鹊起,之后消失的速度也同样令人吃惊。其余的美国公司在应付 20 世纪 80 年代悬而未决的债务;曾经主导着华尔街热门话题的垃圾债券市场如今是一片废墟。

由于缺少活跃的交易市场,已宣布的并购交易价差深受其害。套利团体瘦身超过了交易稀缺性的补偿。这种情况让剩下的套利者几乎无机会可追,套利只能获得更低的回报。随之而来的是,一些公司在套利业务中陷入困境。在试图利用不计后果的违约和破产过程中,有些套利部门将其注意力转向那些面临重组的公司未偿债务的估值。当时的想法是,用其公司资金买入这些公司的债务,指望偿还比恐慌债券市场预期到的更大的份额。尽管这项业务在套利团体中受到一些人的欢迎,但是很多套利者坚持自己的立场,担心某些债务问题出现流动性缺失,同时,把破产法的重要内容以及新的分析结构看成是其经典训练的简单延伸。随着经济复苏,风险套利业务再次被赋予了生命力,成为美国企业的口头禅:规模和全球定位。公司在各行各业中寻找对规模的需求,并且事实上,跨大陆并购再次推动它们趋向于整合。

困境过后,套利者们已经准备就绪。90 年代中后期在高科技热潮中看到了一轮整合浪潮,它改变了企业生产效率,其规模自工业革命以来从未见过。看来美国 CEO 们的结论是,相对于有机成长,购买市场份额更加容易,并且他们可以自由处理这种完美的通货:他们自己的股票。整个 90 年代,股票价格的上涨对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票交易来讲也是同样的福音，就像可以使用垃圾债券融资对于20世纪80年代的现金交易来说一样。面临最强劲的经济反弹，CEO们发现，要想走出衰退的阴影，他们及其竞争者就不断地形成精简的资产负债表和具有吸引力的股票估值。最近的经济扩张为调整到更加积极的发展重点提供动力，并且交易机器再一次高速运转。

这10年的一个显著进展涉及"毒丸"计划的适应力以及使用"只说不"防御策略来保护董事会的能力。这个进展就是股东越来越反对这种策略。两个紧密相关的敌对交易目标面临着新元素——组织股东抵制。1995年，摩尔公司(Moore Corp.)发起对华莱士电脑(Wallace Computer)的敌意收购。华莱士采纳了标准的"只说不"防御策略，并且依靠其毒丸计划寻求保护。摩尔公司诉请特拉华州联邦法院推翻华莱士的反收购防御，即毒丸计划。诉请失败后，摩尔公司撤回了其收购要约，毒丸计划获得了支持，但是在此之前，华莱士发现公司股东开始提议修改公司章程，以便于在公司获得合规报价后，其收购防御计划在90天后失效。该事件成为股东对抗董事会态度转折点的第一步。现在，这种"只说不"防御策略被重新考虑作为一种可接受的措施。现在，特拉华州法院的裁决受到了民众的反抗。1997年，该问题成为焦点，当时宾州石油公司(Pennzoil)董事会拒绝了UPR公司的现金加股权收购报价。尽管董事会一致认为该报价太低，但真正的障碍是公司的毒丸计划以及它所预示的高昂诉讼费用。让宾州石油公司董事会回到谈判桌的努力失败后，UPR就在事实上撤回了其收购要约，理由是宾州石油公司资产价值在恶化。对套利业务而言，似乎"毒丸"计划才更可能是真正的罪魁祸首。尽管最终取得了胜利，宾州石油公司也发现自己成为股东反对的目标，以提案的形式，选举持不同意见的董事进入董事会，要求彻底改变公司治理结构，控制局势变化。到了90年代末，这种情况变得越来越明显，股东不愿意接受董事会拒绝让他们来判断收购要约公平性的现状。作为所有者，股东希望获得话语权，并且与董事会的关系也一直在变化。

套利业务持续不断地吸引新参与者进入，因为越来越多的人把它看成是一大颇具吸引力的投资机会。价差的收窄也在继续，但是，到90年代末，大量产生的衍生品从一个新的方面带来压力。价差的收窄不仅是由于参与者的数量，而且也是由于他们所使用的保证金。套利头寸现在只是通过衍生品合约进行简单的抵押担保，而不是通过普通股的真实买卖。其结果是允许套利者使用一定数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



量的杠杆，通过这些方法，他们可以让那些看起来回报极其微薄的价差带来一定的盈利空间。这种行为进一步挤压了通过普通股交易所能够获得的利润，并且产生了一个问题，那就是风险套利中的“风险”是否就是错误定价。

## 21 世纪前 10 年

最近 10 年开始让人们联想起 20 世纪 90 年代早期所面临的困境。在这种情况下，互联网和科技股既扭曲了投资者的传统风险/回报预期，也扭曲了市场上整个行业的历史市盈率倍数，这些股票投机性高涨的后果，是让市场情绪完全陷入疯狂。这段时期的特点就是，对于那些在 20 世纪 90 年代末期网络泡沫所创造出来的财富，进行残酷和持续的破坏。安然和世界通信公司财务丑闻的传播，以及网络股的全面彻底崩溃，让市场对企业管理层产生了新的不信任。如今，华尔街及普通民众对企业管理层的不信任仍很有市场。现在，CEO 也开始首次被要求对其公司的财务报告进行签字证明。股票市场的表现反映出全国投资者不想受到企业不法行为的欺骗。事后回顾来看，这些爆料让人们明白，20 世纪 90 年代的爆炸性股权回报似乎只是一个骗局。之前，科技公司 CEO 可以诱惑目标公司的股东，私底下承诺提供并购公司股票价格的 2 倍或 3 倍的回报，这样的日子一去不复返了。网络股的荒唐事广为人知，甚至保守的蓝筹股时代华纳也身陷其中，在其公司历史上判断力最差的一个例子就是，在备受热捧的 2001 年两家公司并购过程中，它接受了美国在线的普通股。那些日子里，套利者明智地坚持完全对冲操作，原因在于，尽管该项交易仍然经过乐观投资银行家的努力而完成了并购，但收购方股票价格崩盘的风险有可能会是致命的。套利或投资银行业务领域中，在这 10 年中可以确定为最大发展的是，上市公司股东与受托人之间关系的变化。

在 20 世纪七八十年代被形容为“流氓股东”的行为，现在其操作贴上了“维权派”的标签。始于 20 世纪 90 年代的反对顽固的管理层——他们忽视其股东的利益，拒绝有害收购者的高溢价报价——现在也成为一种习惯性做法。为了让管理层致力于提升股东价值，特别设计的基金正以惊人的速度募集资金。新的思路是，在业绩不佳的公司建立股票头寸，之后以新商业计划的形式，向管理层提出一种新的商业计划。前几年，这种做法普遍遇到了阻力；原有的“只说不”防御计划仍然在董事会中盛行，并且，其内在实质曾成功地用于反对那些希望表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



达自己意愿的股东。在这 10 年间，对于股东表达自己意愿的态度产生了广泛的变化。也许是对管理层的不信任让位于新的意愿，公开要求管理层提供更好的绩效表现。维权派，尽管仍然没有在董事会中受到真正的欢迎，但是现在却受到了来自媒体和投资界的欢迎。对冲基金，不受投资银行与其更大竞争者之关系的影响，可以自由地表达自己的观点，不必担心来自母公司的强烈抵制，或者投资银行部门担心失去下次承销费用。维权基金越来越多，成功地获得了董事会席位，并推动了一系列议程，其范围从改变公司治理框架到更加积极的计划，诸如重组，甚至是兼并。维权基金时代已经明确地到来了。一旦管理不善的美国企业业绩已经回升，那么维权派就会把其注意力转向欧洲大陆。相比之下，欧洲公司在公司治理领域落后于其对应竞争对手长达 10 年。然而，同样陈旧落后的是他们对股东权利的态度。在股东大会上质疑董事会的基金经理，会令欧洲管理层震惊；甚至会令一些大股东也感到震惊。维权派需要设计一种详细的方法，避免在其想法最终公布之前就遭受到公关战的失利。随着这个年代的进展，甚至是欧洲管理层也开始采取对股东更加友好的姿态。欧洲 CEO 们认识到，如果不进行改革，他们的市场或许就被看成是低效的，并因此会导致竞争力更低。没有效率，他们可能无法从国际市场上吸引资金。尽管欧洲企业界已经开始改变其对维权股东的态度，但是政治体制，特别是在德国和法国，继续反对这些基金参与上市公司的管理，其依据是它们对这些公司本身缺乏长期兴趣，或者对它们投资的国家的经济缺乏长期兴趣。例如，在德国最近的大选期间，维权派被贴上了“蝗虫”的标签，试图从政治目的角度，把他们描绘成德国工人的敌人。这种荒谬的说法仍在商业领袖中占有一席之地，很多人公开向他们选出的官员告诫这种经济风险，表现为不愿意接受更现代的管理理念，即吸收所有提升价值的思想。无论是美国还是欧洲，股东与管理层之间的维权斗争无疑会持续很多年。商业界中，所有活动的目的都是为了提升公司资产的管理效率，这些活动不可能出现风险。当然，也会有一些错误，以及在某段时期内出现反对积极股东的威胁，但是，维权运动的基本要素仍然存在。

人们可以用套利者非常熟悉的方式来探讨积极价值投资领域。从某种意义上能够确定这些状态下的价差。对于每一个维权目标而言，存在一个当前市场价格——可以被看作当前管理层绩效表现的反映。之后，研究部门可以分析在一系列重组方案下企业资产的潜在价值，对于一名训练有素的套利者来说，达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目标价格，这或许是传统收购方案中并购价格的维权等价。在每一种重组方案中，当前市场价格和预期价值之间的差异可以被看作“价差”。一旦该重组成功完成，就可以抓住该价差。把资金投入到这种情况中的套利者，正在承担着某种风险，即该提案被接受，并且该提案是合理的。当然，相对于传统风险套利方案来说，其时间框架相当长，因为它可能需要一个完整的会谈周期，或是渴望成功的维权派实施一项新议程。可以被称为“积极套利”的都需要付出艰苦的努力。一些来自套利团体的投资者被推举默默参与其他维权派的项目，而其他人在重组方案中利用自己的企业估值专家，以及其在控制权变化情况下的广博的知识或者与之相伴的技巧，来发起维权议程。事实上，相对于训练有素的风险套利者来说，很少有专业投资者更有能力越过企业维权的特有障碍。仍处于不断发展中的维权领域，可能会对那些在过去年代收购战中提升了其技能的人们许下重诺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第二章　并购套利

## 概　述

从严格的字面意义上来看,套利者并不是投资者,也就是说,他通常情况下不会依据证券的投资价值进行买入或卖出。然而,他把资金投入"交易"(兼并、要约收购、资本重组等)之中,而不是投入特定的证券。因此,他必须在交易中持有头寸,这样,他承担的是该交易的风险,而不是市场风险。要完成这种交易,他买入该要约收购标的证券的空头头寸,作为其买入证券的交换。因此,在X公司被Y公司兼并的过程中,套利者的投资是一份X多头和一份Y空头,或将X合并到Y。一旦他完成了其对冲头寸,就不再关心变幻莫测的市场情形——只要该交易能够顺利开展就可以。"如果你遭遇到并购失败,那么这时你就变成了……投资者。"[1]

套利者财务分析有一套明确的程序,这会让套利者做出其投资决策。他需要:(1)收集特定交易的相关信息;(2)计算要约收购标的证券的价值;(3)确定其资金预期投入该交易中的时间;(4)计算其投资资金的年回报率;(5)判断并衡量

〔1〕"Huge Profits Out of Tiny Margins," *Business Week*, p.120.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所有可能阻止交易圆满完成的风险和问题;(6)各种税收影响并构建自己的税收策略;(7)确定为了能够卖空所需要借入存量股票的数量;(8)确定基于上述从步骤(1)到(7)的详细核算所需要投入该交易的资金数量。

在本章中,作者主要关注这个程序。在对其进行分析过程中,他会采纳本身即为纽约证券交易所成员公司的套利者的观点。为了与私人或机构投资者进行比较,作者会不时地偏离这种观点。

## 收集信息

套利者的任务始自于拟议合并的公示,这会出现在财经媒体中,通常情况下是《华尔街日报》或者道—琼斯与彭博资讯,抑或是其他通信社。套利者的首要问题就是:"这是一个很好的交易吗?"这个问题与套利者公司的潜在营利性的关系不大,主要是关系到并购的商业逻辑,提出并购双方的质量,它们成功并购的战绩、对"新娘"公司股东来说并购财务条款的公平性,以及"新郎"公司的并购后评估。这里的根本问题是:"该交易能否顺利完成?"

回答上述的众多问题,可以通过该公司的年报分析,佐以与穆迪或标准普尔的股票纪录相关的评论。并购的业务逻辑可能需要更深层的分析,尤其是评估行业趋势,与此同时,评估两家公司在各自行业内的财务和竞争力态势。通常情况下,最好是倾听公司自身对于拟议合并所声称的理由。正是在这一点上,拉启了华尔街某部喜剧的大幕:从当事公司获取有关拟议合并的信息。事实上,这很可笑,因为当事公司总会发布对其拟议并购联姻圆满成功的乐观预测,然而,套利团体总会作为质疑者,在与当事公司的对话过程中,试图绘制出实际事务中的艰难事实:谈判的实际阶段以及商业逻辑问题。由于美国证券交易委员会在20世纪70年代对证券业的干预,通常情况下,从公司获得答案已经变得很困难,更不用说直接得到答案了。甚至当公司做出了回答,套利者也必须仔细地理解字里行间的言外之意,因为当事公司明白,它们的回答可能会影响套利者买入或卖出其相关的证券,并且管理层对市场的价格波动尤其敏感。

因此,对套利者来说,接近公司来收集信息很难取得效果。他必须通过询问"新郎"公司还是"新娘"公司来修订自己的方法。正常情况下,"新娘"公司会采取完全合作的态度,它知道套利者买入自己的股票,能够积累选票,而这些选票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从本质上来说是赞成并购的。因此,对于“新娘”公司而言,套利者可以坦率地说出自己的业务。“新郎”公司是完全不同的情况。他不乐意看到,自己的股票可能会成为套利者持续卖空的标的;因此,通常很难捉摸他的回应。为了应对这种情况,套利者必须经常成为一只“披着羊皮的狼”,冒充投资银行家的角色,似乎希望协助“新郎”公司完成其收购计划——既包括当前的拟议并购,也包括未来的计划。以这种方式,套利者取悦东道主公司,目的就是为了询问这些与即将并购谈判相关的详细问题。套利者也可能会披上机构投资推销员的外衣,好像在试图向机构投资者推荐买入提供给“新娘”公司的新股票。如果他能够高效卖出这些股票,就必须知道并购的详情,尤其是这些股票何时发行的情况,这与并购交易完成的细节是基本一致的。毫不奇怪的是,大多数具有积极收购计划的“新郎”公司都对这些套利者的伪装了如指掌。有些会合作,有些则不会合作。那些股票至少会受到卖空影响的公司看起来合作意向最强。

从这些公司搜寻的信息几乎不存在“内部”性——大多数公司并没有意识到一个事实,而是必须关系到信息和相关决策,这必定会有助于完成并购,同时也关系到当前状态的信息。因此,套利者的问题基本是处理如下事务:

(1)会计处理(购买 *vs* 联营)。

(2)在税务法(IRS Code)下的重组类型:法定合并、资产出售等。[1]

(3)初步协议是否已经达成;或者谈判是否仅仅包括握手。

(4)确定性协议是否已经达成;如果没有,何时会达成。

(5)在哪一种情况下,确定性协议有可能被其中一方终止。

(6)正式的税务裁决是否需要国税局,或者双方是否依据法律顾问的建议进行工作。

(7)税务裁决申请启动的大致时间。

(8)代理材料到美国证券交易委员会备案的大致时间。

(9)代理材料有望通过美国证券交易委员会,以及电邮给股东的日期。

(10)每次股东大会的日期。

(11)大部分公司股票的持有者在哪里。

(12)可能需要的其他部门——联邦通信委员会(FCC)、民用航空委员会

---

[1] IRS Code, SEC 368 a (1) A—F.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(CAB)、海事局、联邦储备委员会、州际商务委员会(ICC)、司法部、联邦贸易委员会(参见反垄断相关部分的描述)——的规定。

(13)可能的截止日期。

一旦套利者寻找到上述某些或全部问题的答案,他就会寻求证实公司所说的或其他人所说的情况。例如,他会到证券交易委员会核查,确认代理材料是否已经真的备案了;到国税局核查,确定税务裁决申请是否已经备案;等等。随着公司并购意图的严肃性被达成各种条件的行动所证实,套利者对建立仓位或增加仓位越来越有兴趣。双方公司是严肃的,这一事实会由文书工作开展程度所证实。

但是,仍然需要进一步证明并购建议的价值。有必要从并购双方的观点来分析融资条件,首先看一看,该条件是否可能得到上述投票的支持。此外,对于"新娘"公司而言,还需要比较:其市场价格与所获得股票的市场价值;当前股息率与所收到"新郎"公司股票包的股息率;当前盈利与"新郎"公司提供的股票所代表的盈利;以及这些盈利增长的比较。通常情况下,"新娘"公司发现,这段时间里她们为当前的市场价值而放弃了未来的收益。

"新郎"公司需要预先进行评估。不管"新郎"公司是当前进行股份稀释,还是在未来进行稀释都取决于各自的盈利增长率,这是为"新娘"公司提出的支付条件所进行的折算。初始过量稀释可能会马上引起套利者的关注,这种情况在未来会存在很大的危险性。例如,CIT 金融公司和施乐公司拟议的并购由于受到阻力从未提出申请,CIT 预计会拖累施乐公司未来的收益。

## 计算平价

几乎每一天都至少会有一项或两项新的并购或交换要约进行公示。当每个特定交易公布时,套利者可以马上决定是否建立仓位。在任何情况下,他必须能够相对灵活地估算出每个证券包的价值,因为他处于一种不稳定的状态,必须把自己公司的资金投入到高度风险的业务中。特殊证券包的全部或"计算出的"价值,通常情况下被称为"平价"。

在所有重组类型中,所提供的证券包变得越来越难以计算,因为其中使用了权证、债券和滑动率等。这则故事的寓意是:一项交易常常既不像报纸上说的那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样有价值，也不像并购双方所说的那样有价值。一般情况下，它的价值会大打折扣。所以，投资者要小心谨慎！

举一个简单的例子进行说明，卡丁公司(Canteen Corporation)要合并到 ITT 公司，基于每股卡丁公司股票价值折合0.268 6股 ITT 公司普通股再加上0.193 0股 K 系列可转换优先股。ITT 公司普通股以 52.75 美元卖出，K 系列优先股以 98.75 美元卖出，平价计算将是：

0.268 6×52.75 美元＋0.193 0×98.75 美元＝14.17 美元＋19.06 美元＝33.23(美元)

在附录 A 中，作者计算了公司重组在不同选择情况下的平价。这些内容，配合第三章的 12 个并购案例分析以及第四章的现金收购案例，几乎描述了财务重组中所采用的每一种工作和技术性机制。这些选自第五章内容的要素具有不同的性质，并且也需要进行单独分析。然而，它们也涉及了在既定情况下的价值或平价的确定。

## 测定时间因素

准确测定要花多长时间才会完成某个特定套利交易，这对套利者来说是至关重要的，因为它代表着测定投资资金潜在回报的一个重要因素。确定了投入资金可能的时间周期，绝对不是一件容易的事情，因为在完成并购的每个必要步骤中，会涉及很多变量，其中任何一个都可能涉及难以估量的延迟，这会推迟该项交易的法定结束时间。

然后，人们开始确定完成特定交易所需要的各种批复文件。我们在这里回顾一下并购建议中的各个步骤，因为通常情况下，它是时间最长的交易。在其他套利情况下，只需要包括本节中的某些审批，通常会有一个较短的时间表，可按照类似于下面使用的程序进行计算。

通常情况下，完成并购交易需要如下步骤或审批：

(1)一份初步协议，其规定交易比率，并且广泛囊括了并购的主要条款，从每家公司董事会成员中选定执行委员会，制定并执行最终协议。(2)最终协议，其详细说明并购的具体条件，以及在什么条件下任何一方可能会终止协议。(3)新娘公司的审计，以便确认她所谓的嫁妆。(4)一份来自国税局的正式税务裁决，关系到双方并购的各种税收情况。(5)请求股东批准并购方案的代理声明在证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



券交易委员会的公示。(6)正式股东大会的批准。(7)任何一个政府管理机构的批准,除了在证券交易委员会,在哪个部门管辖下该并购可能会失败,相对于涉及的并购类型(航空公司并购受民用航空委员会管理;交通运输公司并购受州际商务委员会管理;天然气公司受联邦电力委员会管理;等等);之后,总会有司法部和联邦贸易委员会各自行使其禁令的权力,这可能会妨碍并购的圆满完成。(8)法律意义上的收尾。

正常并购情况下(只需要证券交易委员会和国税局进行政府审批),最能说明可能时间表的就是签署最终协议。随后的步骤很有系统性,并且也有一点经验,对其的衡量和估计将具有很大的准确性。一旦最终协议被签署,就完成了审计程序,并且,正常情况下,根据《哈特—斯科特—罗迪诺反垄断改进法案》(Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act),要同时向国税局申请税收裁决并进行归档(参见本章随后关于“反垄断方面的注意事项”的相关内容)。代理材料作为最终协议的附带材料,已经处于准备过程中,要在3～4周内送交给证券交易委员会。假设没有重大修订的情况下,在证券交易委员会公布收到代理材料之前,人们预计会有4～6周的时间。根据证券交易委员会的公示,代理材料需要以最终版本打印,并且在最短时间内提交给股东。之后,确定股东大会的时间——通常情况下提前3周时间,要根据各个公司的章程来确定,其中规定了必要的事先通知,在大会之前必须提交给股东。

一旦获得股东大会批准,在正常的并购情况下,就只剩下了法律收尾工作,除此之外,还有一个小任务:从国税局获得支持性税收裁决。一般情况下,这证明是时间表中的决定性因素,因为它通常是确定性条件,在完成之前获得支持性税收裁决。预计在什么时间收到税收裁决(从而完成并购)取决于向国税局的申请日期、税收裁决的复杂性,以及在国税局的积压时间。作为上述讨论的信息收集程序的组成部分,套利者要向正在并购的公司确定向国税局提出申请的确切日期。税收裁决的复杂性取决于交换过程中所提供证券包的内容、存在的期权、可能的内部人税收问题等。最简单的税收裁决只涉及“新郎”公司的普通股与“新娘”公司普通股的交换(一份简单的“A”或“C”重组),没有期权,也没有内部人问题。根据在国税局的当前积压情况,一份简单的裁决可能会花90～100天的时间,然而,更为复杂的裁决可能会花100～120天的时间。几年前,一份复杂的裁决预计时间在90天左右。但是,当并购热开始高位运行时,积压并因此而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



延期，就变得相对更长了。

在需要多个政府机构批准的情况下，诸如联邦动力委员会(FPC)、州际商务委员会、联邦储备委员会、货币监理署、民用航空委员会、联邦海事委员会、证券交易委员会(依据《公用事业控股公司法案》等)，时间因素的确定取决于对所涉及特定机构运作程序的了解。一般而言，这些机构的裁决需要好几个月——在州际商务委员会的情况下，会需要很多年。

## 投资回报

计算预期的美元利润，加上其在特定交易中投入资金的时间，套利者就能够估计(年化)投资回报率。

第三章会详细阐述如何计算合并条件下的回报率，基本上分为两个时期：1971 年首次出版专著时，以及覆盖了 20 世纪 70 年代末到当前的时期。在这个特定的时刻，我们不会离题讨论“如何”计算投资回报率，而是把它留到第三章进行全面论述。

## 风　险

在套利业务中建立头寸之前，套利者必须仔细地权衡所涉及的各种潜在风险。如果该交易没有完成，众多要素中的任何一个都可能会导致巨额损失；或者，如果交易没有按计划完成，可能会大幅降低投资回报。下面几种风险被认为是在并购谈判过程中所涉及的常见风险。

(1)双重价格风险。溢价，一般情况下从 10%甚至到 50%——特殊情况下甚至为 100%——可能提供给收购目标公司。当套利者建立了多头头寸时，会假定自己在支付的价格中包含了很大一部分溢价。要是该交易由于某些原因受到破坏，价格下滑幅度可能会更大。因此，套利者必须仔细计划下跌风险。[1]此外，还存在“新郎”公司套利的价格风险，也就是被卖空。如果该股票缺乏流动性，那么在对冲卖空时也可能会面临同样的巨大损失。当一项并购方案终止时，

[1] 参考技术图表，了解套利团队头寸的大概规模，这在确定下跌风险方面是一种有效的指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所有套利者均会同时补仓其卖空头寸，这会导致“新郎”公司股票价格被人为推高。[1]（如果“新郎”公司股票在套利交易期间被卖空，人为压低了其价格，那么套利者可能会假定，一旦补仓空头头寸，“新郎”公司就会回到最初的价位，享有同等权益。）在任何情况下，如果并购交易破裂，套利头寸就会是一把“双刃剑”。

（2）条款变更。如果在建立头寸后出现转换率变化的情况，那么该变化可能会改变预期利润。例如，如果已有普通股 Y 交换普通股 X 的比率，并且随后需要提供更多的普通股 Y 来交换普通股 X，就意味着更多的利润。然而，如果把普通股 Y 换成债券 Y 加上权证 Y，那么套利者就会做空普通股 Y，这必须补仓，这种情况有可能会减少利润。当然，用更少的普通股 Y 交换普通股 X 也会使得套利者做空普通股 Y（或者做空普通股 X），这也会附带降低预期利润。

（3）“新郎”公司市场价格的快速上涨。这种情况往往会让“新郎”公司觉得他可能向“新娘”公司支付得太多了，并且，如果他试图重新谈判，为“新娘”公司支付更低的价格，她可能会决定不接受这种更低报价。无论如何，“新郎”公司股价的快速上涨都会给套利者带来更大的困惑，他被迫向“新娘”公司支付更多的溢价——超过其投资价值，这对应着“新郎”公司的价格也会增加。如果套利者在“新郎”公司股价上涨之前采取了完全的对冲头寸，那么交易失败的威胁将显示出愈发不祥的预兆。

（4）“新郎”公司市场价格的快速下跌。与情况（3）恰恰相反，“新娘”公司对日益降低的报价价值（平价）不再抱有幻想，并最终试图重新谈判。

（5）竞争性报价。做多一只具有竞争性报价题材的股票，是一种很美妙的感觉。然而，当套利者全仓买入套利头寸时，无论是做多还是做空，面对其他人的报价，回补空头头寸可能会被证明是灾难性的。

（6）股东异议。“新娘”公司的部分股东可能会觉得，他们卖得太便宜了，或者，“新郎”公司的部分股东觉得，他们买得太贵了。这些感觉可能会导致出现所谓的“要挟诉讼”（nuisance suits），通常情况下，会使时间表延迟。

根据国家法律规定，股东被赋予其证券的评价权利，这时，股东异议可能会产生一种真正的威胁。正常情况下，两家公司的管理层会设定股票数量限制，在代替“新郎”公司证券时，这可能需要评估并支付现金。如果远远超出了该限制，

---

[1] 在纽约证券交易所和美国证券交易所发布的月度“卖空股票”数据中，可能会找到这种潜在危险程度的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么并购协议终止的可能性就很高。有时，源于这一事实，并购的免税情况可能会受到过多现金支付的威胁。

(7)财务担保具体化。在最终协议中确定的财务担保受审计检查的影响。一个常用的终止条款规定，在协议执行期以及法定完成期之间，X 公司的业务和财务状况不会有实质性变化。因此，这需要会计师出具"审慎信心保证书"(Cold Comfort Letter)，以完成这一过渡期。"新娘"公司盈利前景恶化可能会让"新郎"公司感到非常不舒服，以致会终止该谈判。

(8)税务问题。始终会有一种可能——尽管非常小，国税局会对该并购的免税状况提出不利的税收裁决。[1] 此外，还常常会有内部人税收问题，这或许不太明显，但这仍然会让该交易中的内部人感到极为沮丧，以致会投票反对。

(9)政府干预。如果适用的话，最大的威胁是司法部的干预。当后者决定阻止并购时，它往往会找到自己的方法。该风险特别大，因为作为标准的做法，司法部必须申请临时禁令，防止交易的法定完成；不幸的是，对套利者而言，通常情况下，它会选择在"第 11 个小时"采取这种行动。授予禁令就是敲响了该项交易的丧钟，因为正常情况下双方都不愿意进行冗长和成本高昂的诉讼大战。并购在其法律程序完成后仍可能会受到攻击，套利者对此无动于衷。事实上，法院决定反对完成并购的最终结果，可能会以剥离的形式为他提供其他的业务。

联邦贸易委员会是另一个干预者，凭借于 1975 年 1 月 4 日的授权，在法院中越来越积极地表达自己。除此之外，联邦贸易委员会的投诉往往会产生和解协议，从本质上说，就是进行庭外和解。

(10)非正常延迟。始终存在一种可能性，谈判陷入毫无希望的困境，或者缺乏经验的政府官员可能要处理大量并购所涉及的文书工作，这会导致出现错误、法律从紧适用以及证券交易委员会审查时间延长。

(11)个性。两套班子，每一个有自己的操作习惯，这里，性格不合总会是一种可能性，并购之后才开始意识到，事情可能会在并购后出现不同。特别是新娘公司班子必须受到适当的尊重，旨在不让她们产生一种其"必须"并购的感觉。这种尊重体现于适当的就业机会、合适的头衔、财务补偿、期权等。

(12)"冻结式"风险。参见第六章。

---

[1] 白十字百货公司(White Cross Stores)和扎勒(Zale Corporation)公司之间并购协议终止所声称的理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 平均预期收益

主观因素与客观因素相结合，才能够创造出令套利者满意的回报；或者说，在任何既定的情况下，获得平均的预期或要求的回报率。

主要因素包括降低在该交易中的特定固有风险。这些风险中，对套利者而言最为重要的是价格风险——既包括做多也包括做空，以及反垄断风险。套利者对这两种风险的低估——并因此得到所要求的回报——将会与其估计的该风险严重性直接呈正比。

客观因素是可替代套利风险情况的总和。经验表明，有时候会存在很多种情况需要套利者投入风险资金，这时，提供给他们大量的可选择现实价差，因为对某个特定价差，在套利团体中只有较少的竞争性。此外，总体来说，套利者可用的资金量在既定时间段内是固定的。因此，当有少数几个有吸引力的套利交易时，相同固定数量的资金追逐少数几个价差，通常情况下，会产生一种被称为"价差挤压"的现象。这是一项需要牢记的重要因素，作为广为人知的经纪常识，诸如"正常折扣"(如价差)被认为大约是 10%，在风险套利市场出现供给曲线向上移动的情况下，这时所指的并购价差不再是 10%了。

那么，主观因素与客观因素相结合，正常或平均所要求的回报率是多少呢？

在确定自己需求的过程中，对于便捷的参考点而言，套利者会计算投资回报而不是资本回报。正常情况下，后者只有在交易完成后才能确定(参见第三章的资本回报计算)。之后，假设我们有一项典型的并购套利交易，涉及一套标准的风险，此外，有充足数量的、富有吸引力的价差可供选择，那么，套利者就会需要并且致力于建立多头或空头头寸，在此价位会产生 40%的年化投资回报。然而，在最终分析中，他通常更愿意设定为 30%的年化投资回报，因为他在并购完成过程中或者在证券实际交换过程中难免会遭遇到意外的延迟情况。因此，作为一种"经验法则"，套利者目标是 40%，但往往会设定为年化回报率 30%。这并非意味着套利者会放弃 20%的回报。毕竟 40%的回报率只是一个平衡值，如果他在某个风险极小的交易中能够获得 20%的回报率，那么只要超过了他的融资成本，他就会建立头寸。实际上，可以保守地说，某个价差远低于某种"风险"套利情况下的正常回报率，这时，通过集体建立头寸，套利者会把这种情况看成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



更接近于“无风险”的情况。另一方面，如果该交易被认为是司法部正在暗地里申请禁令，或者说，一只卖 40 美元的股票在没有该项交易的情况下每股只值 10 美元，年化回报率 60%可能无法保证建立头寸。

要是特定套利交易中的价差或折扣并不符合套利者的要求，会怎样呢？答案很简单，就是他不会参与。因此，实际上，如果集体的意见——市场提供的折扣——没有被套利者共享，他会退居一旁，要么等待自己期望的价差出现，要么选择新的业务。通常情况下，也可能会出现影响价差大小的非套利因素——例如私人投资者的投机，这会让套利者在一旁可怜巴巴地看着。在这种情况下，精心安排的谣言——关于并购交易取消的可能性——也可能会产生另一种现象，即“诱导所需的回报率”。

## 建立头寸

已经研究了并购、计算了潜在利润、衡量了可能的风险，并且将这些计算与其他套利情况进行了比较，套利者可能会决定在这项客观交易中建立头寸。让我们假设 X 正在并入 Y，并且在证券交换过程中每股 X 换一股 Y，X 卖出价为 35 美元，Y 卖出价 40 美元，同时，每一家公司在完成合并前都不会支付股息。估计该项并购会关闭 4 个月，因此，在当前价格下，产生的税前潜在总投资回报率为每年 42.9%。

$$\frac{40\text{ 美元}-35\text{ 美元}}{35\text{ 美元}}\times 3(\text{每年有 3 个 4 个月期间})$$

$$=\frac{5\text{ 美元}}{35\text{ 美元}}\times 3\times 100\%=42.9\%/\text{年}$$

现在，可以建立的头寸规模大小取决于可用的资本、风险程度、X 的供给、Y 的需求，以及能够借入多少 Y 来完成对卖空 Y 的交付。证券交易所关注的“不能交付”问题，借入股票能力的重要性达到了空前的高度，并且，当华尔街供给清淡，或者 Y 是小盘股的时候，往往会限制所建立的头寸规模。

并购套利中卖空 Y 是该头寸中的重要组成部分。假设该并购完成的话，在以 35 美元买入 X 的过程中，套利者也会以 35 美元创建 Y 的头寸。因此，总而言之，套利者通过买入 X，在 35 美元做多 Y。如果该套利者将会实现预期利润，那么 Y 的真实价格——40 美元——是该项交易完成后必须主导的价格。保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



该利润的唯一方法就是卖空 Y，从而消除市场变化的风险。作为该卖空交易的结果，套利者要严格限制该项交易的风险，而不是市场的风险。

"在该项并购截止日期之前，卖空的另一个原因是，这会让套利者免受挫折之苦，要同时为新证券找到买方，他们指望收到这些证券以换取自己的旧证券。这有着重要的意义，因为套利者累计投入了大量资金，可能会有权在收购公司过程中获得极大数量的新股。如果在并购截止日之后马上卖出这一巨大数量的股票，这会非常难以处理。如果不是更早地建立卖空头寸，那么套利者联合抛售的压力无疑会压低并购公司股票的价格……"[1]从而导致真正降低了原先预期的价差。（必须强调的是，套利者不是证券投资者，而是交易投资者。要是他通过做多 X 来保持做多 Y，就变成了 Y 的投资者，而不是 X 合并到 Y 这项交易的投资者。）

卖空 Y 的另一个原因是为了实现潜在和税收利益，这会创造出长期资本利得，并且也可能是短期资金损失，这能够抵消短期收益。这种事情会在本章后面进行探讨。

实际上，在建立 X 多头头寸以及 Y 空头头寸的过程中，套利者必须仔细衡量整体市场的氛围以及 X 和 Y 的流动性。例如，如果 X 交易清淡，同时对 Y 的需求强劲，那么在建立 X 多头头寸之前做空 Y 就是不明智的，尤其是在强势市场中。同样，在弱势市场中，套利者可能会由于提价需求而难以做空 Y，以致最好的办法是在做多 X 之前做空 Y。作为一般的"经验法则"，在下跌市场中，最好是在买入 X 之前做空 Y；在上升市场中，最好是在做空 Y 之前买入 X。在平衡市场中，做空交易也应该优先于买入交易。

少量建仓——每次 300～500 股——相对于试图买入3 000～5 000股来说也是更为明智的选择。后者包含了巨大的市场风险，除非相应数量级别的"对手方"出现，马上完成建仓。以期望的价差做空5 000股 Y 而只有 300 股 X，就会是非常愚蠢的行为；反之亦然。

## 转变头寸

让我们再次假设 X 股与 Y 股的交换情况，其中 X 股价为 30 美元，Y 股价为

[1] Kenneth Lewis Edlow, "The Role of the Arbitrageur in the Investment Field" (Unpublished thesis of the Institute of Investment Banking, 1968), p. 14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



40 美元。该并购预计关闭 4 个月。某个套利者决定建立头寸，价差大约为 10 个点，并且比如说，1 个月后价差缩窄到 4 个点。在 1 个月内拥有 6 个点或者 20%的未实现收益，套利者一般会转变其头寸，也就是退出头寸，而不是维持它以求获取剩余的 13%，这需要再持有 3 个月。

当套利者有理由相信该交易无法完成，或者由于法律或反垄断问题而可能会出现相当长时间的延迟时，就有可能会形成转变头寸的更为微妙和不稳定的推动力。如果套利者希望自己的多头或空头头寸获得最优价格，那么他必须尝试以一种隐蔽的方式来清算它们。通常情况下，这会涉及"傀儡代理人"的使用，它是套利公司在证券交易所席位上所显示的名字，它很可能会引起恐慌，导致即将清盘的多头头寸价格下跌，以及在空头头寸必须补仓的情况，卖方消失。救助上市公司股票只需要利用友好的"两美元经纪人"来执行该指令。后者没有义务放弃其赞助商的名字，直到该交易日的交易到期，正常情况下，会有充足的时间来清算大部分头寸。对于非上市公司股票，套利者必须设法找到一个友好的柜台公司，为了收取佣金，它会努力在套利团体的弟兄们中间清算其赞助商的头寸。每家套利公司都有其既定的"傀儡代理人"，在这种紧急的情况下可以进行求助。这种情况说明了风险套利极为危险的本质，因为糟糕的头寸往往会很慷慨地交给自己的竞争对手，其大概并不知道该交易中存在的问题，到其明白之时，已经为时已晚。套利者乐呵呵地争辩说，这就是他们所有的规则：爱、战争……以及套利，一切都是公平的。

## 圆满完成

如上所述，正常过程中的事件，获得股东批准后，对于法律收尾的唯一剩余要求就是收到国税局的支持性税收裁决。一旦收到该文件，纽约证券交易所通常对之前成为做空对象的证券宣布"卖空豁免规定"[1]。这表明，证券交易所本身对该并购是满意的，X 和 Y 之间的并购满足了所有条件，并且，几乎不可能再出现阻止该并购的其他事件。这项"卖空豁免规定"允许那些做多 X 或希望处理这些股票的投资者这样做，要么做多 X，要么卖空 Y，如果他们愿意的话，尽管

〔1〕 New York Stock Exchange, op.cit.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在严格的法律意义上，X还不等于Y。该规定也允许做空Y不受股价报升规则的影响，并且，对私人投资者来说，没有50%的“诚信”保证金。从此以后，这些买入X并同时卖出Y的个人投资者能够持有两个头寸，其中多头头寸只有10%的利润。因此，自规定发布之时起，证券交易所就认为同时买入X并卖出Y是一种“诚信”的套利交易。对于交易所的会员公司，此后建立的多头和空头头寸能够在“特殊套利账户”中持有，对公司资本不收取任何费用。[1] 此外，一旦宣布“卖空豁免规定”，投资账户中的多头X和空头Y头寸就不再需要30%的资本费用。

“卖空豁免规定”是一个关键因素，几乎没有投资者知道它。这是因为，如果他们想卖出其持有的X的头寸，那么他们把它作为Y卖出通常会表现得更好，因为X只能以折扣报价卖给套利者。一个有趣的事实是，该折扣比正常佣金略大，所收取的佣金要加上即将交换证券的持有成本。实际上，套利者在并购结束后会产生巨量的业务，通过柜台交易(OTC)对“新婚”“新娘”公司的摘牌股票报价。通过买入公众持有的X的股票并马上将其作为Y的股票卖出，套利者就可以利用公众的懒惰和无知收取现金。

“卖空豁免规定”有额外的影响力，会对Y带来突然的压力而走熊，因为套利者卖出的所有Y的股票不再需要遵守股价报升规则。因此，通常情况下，就在并购完成时，Y的价格就会有一个明显下跌。该压力是有严格技术性的，并且一旦所有X浮筹退出循环，往往就会出现跌势。可以预见的是，这种人为压力与并购结束相吻合，可能给精明的投资者提供绝佳的买入机会。

过去，价值线(Value Line)就已经到：此类市场活动注意

当并购交易或要求生效时，源自并购和要约的新证券往往会承受巨大压力。由于技术性条件，通常情况下，新的和复杂的证券发行后，其市场价格会受到供给和需求因素的暂时性压制。

许多并购套利的参与者都是短期持有者，并不打算持有该证券头寸。如果可能的话，并购涉及的证券或同等证券会在“发行前交易”(when-issued)卖出。当大量套利情况存在时，套利者和其他积极的投资者会找到权宜之计，为了确定利润并且将其资金配置到另一种情况中，马上卖出所交换的证券。其理念是，通过快速换手产生小额但确定的利润。

[1] Op.cit.,Rule #325(b)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者知道套利会产生暂时性抛售压力，他们能够以低廉的价格获得可转换证券和其他证券。通常情况下，新发行的证券只要套利者的抛售消退就能以较高的价格卖出。[1]

从根本上讲，这种说法就是首次公开承认并购后的现象。

## 税务策略

如"平均预期收益"一节所述，卖空 Y 的一个重要原因就是为了获得一定的税收利益。在定性分析中，卖空为套利者提供了一些策略性选择，比如说，税后收益，不仅是部门的，也是其公司的。该潜在利益源自这样一个事实，根据经验法则，就税收目的而言，计划合并的两家公司——X 和 Y，其股票被认为是截然不同的，直到股东真正地投票支持该并购建议。因此，如果在股东批准前，在独立投资账户中分别买入与并卖出 X 和 Y，那么它们就被认为是存在本质差别的。

在股东大会日与纽约证券交易所宣布 Y"卖空豁免"日(这表明不再有任何风险，并且，如果 X 持有者有意愿，他可以以卖出 Y 的形式卖出 X，并没有股价报升和相关保证金的要求)期间，就证券是否在本质上相同这一问题，有可能存在一个灰色地带。财务政策认为，这要基于"每个案例的事实和情况"进行判断，并且提出把"相对价值、价格变化以及其他情况"作为指导方针。尽管股东批准了该项并购，但这种批准并不一定会让证券出现基本相同的情况，尤其是，持反对意见的股东或政府机构仍然会反对该项并购。因此，如果套利者希望继续建立 X 多头和 Y 空头头寸，那么应该在独立的或者"2 号"投资账户进行操作。之后，要是国税局认为在后半期 X 和 Y 基本上是相同的，那么它就可以说，"2 号"账户就行使了"套利账户"的功能。

并购在正常运行过程中，获得股东批准之后，存在进一步问题的可能性不大，此时，X 和 Y 肯定会基本相同，就应该在"特殊套利账户"中设置进一步的头寸，以免对 X 和 Y 投资账户的头寸产生不利影响。当然，源自"特殊套利账户"的任何收益或损失都是短期的。然而，仍会存在危险，在"特殊套利账户"中买入

[1] "Post-Merger Selling Pressure."The Value Line Merger Evaluation Service, May 5, 1969, p.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可能会影响到投资账户 Y 的卖空。使这种危险最小化的方法是，在关闭投资账户之前，关闭“特殊套利账户”的头寸。此外，应该注意，在任何交易日结束时，都不要在套利账户中留有净空头头寸。

在 X 和 Y 投资账户中，只需明确必要的一年持有期，就能够产生长期资本利得。当该并购完成时，X 交换成证券 Y，因此，两个投资账户中所产生的头寸是 Y 多头和 Y 空头。在必要的持有期到期时，套利者极其渴望有两种可供选择的头寸。首先，如果 Y 价格高于 40 美元(回顾一下，我们在此价格卖出 Y)——让我们假设是 45 美元，那么，他能够在随后的日子里买入 Y 并卖出 Y，直到其 Y 多头和 Y 空头头寸完全退出。通过这种方式，Y 多头(之前为 X)卖出，长期资本收益超过最初的 5 点价差。回补 Y 空头头寸会确认短期的资本损失，这能够用以抵消套利部门的资本收益，并且也是为了公司。净经济收益仍然是最初的每股 5 个点的价差，但是收益和损失的特征有着显著区别。

其次，如果在必要的持有期之后，Y 价格低于 40 美元，因此，如上逆转该头寸不再是有利的(事实上，逆转会产生长期资本损失和短期资本利得)，那么，套利者只需要利用会计分录配对冲销其 Y 多头和 Y 空头头寸，就能产生长期资本利得。

比如说，如果用 Y 交换 X，就要发行 Y 转换优先股以交换 X，所采用的一般程序与上文所述的完全相同。在这种情况下，在股东大会前，套利者就地做多 X，并且做空相同数量的用 Y 可转换优先股所代表的普通股，以对冲在新股发行过程中的市场风险。完成并购以及证券交换之后，账户会显示 Y 可转换优先股多头和 Y 普通股空头。之后，该头寸在必要的时期内保持开放，在这之后，套利者只需要转移并将头寸匹配对冲，或者是根据市场价格关系进行逆向操作。

因此，对于前“新郎”公司而言，出于税收目的在市场上退出该头寸会产生越来越多的证券活动。很多套利公司可能会在大致相同的时间段内进行这样的操作，因为各自的头寸都持有至长期到期日。在这种情况下，他们综合的相互作用会给市场带来额外的流动性，尤其是在纳税年度内，会有大量套利短期收益进行抵消。

## 新可转换证券的处理

前段时间，艾伦·斯里夫卡(Alan Slifka)和理查德·贝尔(Richard Baer)先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生在讨论通过公司重组发行可转换证券时，声称：

……套利者必须做出一个推测，或许要提前3个月，当他们可以交易时，机构投资者会为这些证券支付什么样的价格。除了承担"正常"的套利风险，套利者还要承担股票市场风险以及货币市场风险，承销商绝不会承担风险。[1]

作为一种实践性操作，套利者并不会处于这种吃力不讨好的境地，因为他通常能够对冲新可转换证券中的市场风险，就是通过以新可转换证券为基础卖空普通股。

在发行一种新的可转换证券时，有两种计算平价的方法：要么在新可转换证券基础上直接转换，要么加上溢价。溢价计算基于当前市场价格、利率结构以及可比较证券的收益率和溢价。由于很难计算未来几个月的溢价和收益率，所以该溢价并不计算在最初投资回报之内。总体转换平价作为投资决策的基础，在开展证券交易时，应该形成一种溢价，这是意外收获。以丘博保险集团(Chubb)和第一国民城市公司(花旗集团)并购为例(1969年)，后者交易价格为74美元，丘博的对价被认为是0.4股普通股加上另外以新可转换优先股代表的0.6股普通股。因此，通过卖空这两部分的总和，套利者能够实现74美元的对价。丘博的价格为65美元，存在着足够的盈利空间。在并购完成时，如果第一国民城市公司的普通股上涨到某个点位，基于其可转换平价的收益并没有让溢价超过转换价值，那么套利者就会把这些优先股转换成普通股，由此来回补其最初卖空的部分。另一方面，如果第一国民城市公司普通股仍保持在当前的水平，或者已经下跌了，以致优先股确实产生了一个溢价——这就是一个关键点，套利者就会回补其在市场上卖空的部分，同样也会卖出其通过并购所获得的新优先股。通过这种方式，套利者会在交易中实现额外利润。套利者很少会由于不对冲优先股的标的资产而让自己暴露在市场风险之中。

转换头寸来利用新发行可转换证券溢价的这种技术，产生了市场上的另一种现象。一旦证券交易委员会许可，或者收到了代理材料或招股说明书，从法律上来说，这就允许其基于"发行前交易"在OTC市场上交易新的可转换证券。要是"发行前交易"可转换证券有溢价，套利者就会尝试影响与机构投资者的互换。套利者将会吸筹大量的新发行证券，但是相应地会卖空标的资产，旨在对冲市场

[1] Richard H. Baer and Alan B, Slifka, "Does Arbitrage Create Institutional Opportunities?" *The Institutional Investor*, April 1967, p.40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



风险。同时,机构投资者在做多大量普通股,而套利者在做空这些普通股;机构投资者可能期望用新的优先股替代普通股,而套利者在做多这些优先股。由于新的可转换证券的利息收益与普通股收益的比较,他可能希望这样做。在任何情况下,无论出于什么原因,他都得到了额外奖励,因为通过在 OTC 市场上买入新的证券,他就能够和套利者在"净成本"(没有佣金)基础上进行交易,该套利者也会提供流动性。此外,由于很多套利者会试图做完全相同的事情,所以相比于预期新可转换证券在交易所上市时出现的溢价情况,可能会更低。

在这些"互换"安排中,溢价需要买方和卖方进行协商。当溢价固定时,普通股是"被勾销的"(专家安排的交易,他们会保证买方和卖方得到同样的价格),正常情况下,是一个单独的包,以当时的市场价格进行结算。之后,在 OTC 市场上以"净成本"为基础,套利者以规定的溢价向机构卖出可转换证券。

随着通过并购发行大量的可转换证券,在市场上就会有大量的这类交易活动。因此,看到大量的"新郎"公司——代表着这种在并购完成之后马上进行交易的"互换",这种情况也没有什么不同寻常的。

那些公司要么没有税收保护,要么只对为了追求长期资本利得有兴趣,它们会影响很多"互换"。那些关注长期方面的公司就会持有新证券。

## 反垄断注意事项

无论是司法部还是联邦贸易委员会,都可以对交易产生威胁,它们有法定权力寻求资产剥离或发布禁令。当并购违背《克莱顿法案》(Clayton Act)第 7 条时,每个机构都有法定权力对并购提出挑战。如果并购大幅削弱了该国任何区域中任何商业的竞争力,第 7 条就会认为该并购是非法的。对于"新娘"公司恶意要约收购中最可能的原告而言,私人和公司也有在联邦法院申请禁令救济的法律权利。

授予初步禁令通常就是敲响了该项交易的丧钟,因为正常情况下双方都不愿意进行冗长和成本高昂的诉讼大战。并购在其法律程序完成后仍可能会受到攻击,套利者对此无动于衷。事实上,法院决定反对完成并购的最终结果,可能会以剥离的形式提供其他业务。

在交易之前的预先知会期间,司法部和联邦贸易委员会决定它们中哪一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



机构来研究其合法性。自 1978 年以来,根据《哈特—斯科特—罗迪诺反垄断改进法案》,预先知会申请,连同双方公司详细的业务和市场信息,都需要提交。1 500万美元的收购,或者收购一家公司 15%的股票,也都需要进行预先知会。形式申请必须等待达成原则性协议,或者公开宣布要约不能提前提交。提出申请后,在该交易能够完成之前,公司必须为并购等待 30 天,在要约的情况下要等待 15 天。司法部或联邦贸易委员会中只有一个机构,可以要求额外的信息。如果需要提供额外的信息,等待期间就会延长,并购的情况下是 20 天,要约的情况下是 10 天。额外的延期只能由联邦地区法院以正式申请的形式提出。如果联邦贸易委员会或司法部发现特定区域工厂或分支机构的合并带来了重大的反竞争效果,有时会收到转移问题的协议,但通常情况下在第二次申请的“第 11 个小时”收到协议。

自 1968 年以来,这项说明竞争力大幅削弱的指导方针从未出现变化,尽管不同的主管部门在相同的指导方针范畴内有了或多或少的宽容度。该指导方针表明,集中的行业就是指行业前 5 家公司控制了 50%的业务。来自这 5 家公司中的并购要约已经不太可能成功。然而,通常情况下,相关的区域市场比国家整体市场会有适度的缩小,并且州和地区成为关注焦点,也许会基于全国市场份额来阻止另外可以许可的交易。

新的指导方针,预计比 1968 年以来的那些横向并购要求会较为宽松,所包含的指标是调整某个行业每家生产商的市场份额再进行汇总。某项交易让该行业的指标小于或等于1 000,包括合并实体的市场份额,将有可能被认为是合法的。指标为1 400时,该交易就有潜在问题;而超过1 600时,即使做最乐观的估计,该并购也是令人生疑的(参见附录 B)。

## 小 结

本章阐述了套利者在“并购”套利中财务分析的各个步骤。然而,风险套利,如我们即将所见,还有其他的表现形式。对于这些形式来说,其所需要的严格财务分析非常类似于之前的描述,但是,鉴于其不同的市场特征,这些值得单独关注,在第五章将会详细进行介绍。之前描述的并购套利操作方法有一个核心目的:帮助套利者判断某项交易是不是一项“好交易”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第三章　并购套利:实际应用

第二章阐述了并购套利的分析背景。本章我们测试这种方法的有效性,并把它应用于各种各样的并购套利情况中,首先是在1971年《风险套利》第一版之前的情况,之后是顺序开展,直到最近的并购情况。在每种情况下,作者都会解释,他如何计算出平价;之后继续分析,如果以报价建立真实头寸,那么实际的资本回报(或损失)是什么。

## 1971年之前的并购

在本节中,我们会阐述在1971年之前,对于那些受雇于纽约证券交易所会员公司的套利者而言,"如何"来计算投资回报;之后,阐述对那些私人或有更大资本需求的机构投资者而言,他们如何计算投资回报。投资回报的计算以净费用为基础,不包括所得税和转让税。

### A公司收购B公司(B公司/A公司)的通用计算方法

作为案例,我们假设A公司普通股交易价格为50美元,B公司当前交易价格为45美元,A公司为每股B公司普通股提供一股自己的普通股。我们进一步假设,90天国库券或"债券"的利率是7%,并且在并购完成之前,A公司和B公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司会有股息分配登记日，A 公司派发股息 0.50 美元，B 公司派发 1 美元。此次并购预计在之后 3 个月内完成。在并购宣布之前，B 公司普通股价格为 35 美元。

通过以 45 美元买入 1 股 B 公司股票，以 50 美元卖空 1 股 A 公司股票，套利者建立起自己的头寸。在必要的 3 个月内持有多头头寸的成本是 1/4×7%×45 美元＝0.79 美元/股。由于套利者持有多头 B 和空头 A，只要出现派息，就会收到 1 美元，并支出 0.50 美元。把股息从持有成本中减去，我们剩下的新持有成本为 0.29 美元。把它加到我们 B 公司成本价中，会推升到 45.29 美元。平价为 50 美元，最终价差是 4.71 美元。

拥有这个数值，我希望确定每年的回报：首先是总投资回报，之后是投资资本回报。前者很简单。因为该资金将会占用 3 个月，总投资回报率为 4.71 美元×4/45.29 美元＝41.6%。当涉及计算资本回报率时，我们发现，纽约证券交易所会员公司为自己账户进行套利操作时，其中的一个根本性优势就是，只需要少量的资本就可以为套利头寸融资。基本的“理发”（资本支出）[1]是多头头寸的 30%。此外，为了从该头寸中借入资金，会员公司必须使用 15∶1 的债务资本比率，大约为资本的 4.38%。[2] 因此，多头和空头对资本总的需求大约为 34.38%，因为对卖空没有任何需求。在上述情况下，每年的资本回报率变为：

$$4.71\text{ 美元}\times 4/45\text{ 美元}\div 0.343\,8\times 100\% = 122\%$$

私人或机构投资者并没有如此好运。联邦法规“T”（自 1971 年起）要求交易所非会员存款 80%，以资本的形式（非借入资金）来担保多头和空头头寸。因此，尽管在多头头寸有相同的持有成本 0.29 美元，但是仍然有一种机会成本（假设每年为 7%），需要 80%的存款来支持空头头寸。在实际情况中，50 美元的 80%等于 40 美元，并且该数值的 7%——3 个月——计算出来为 0.70 美元。因此，两个头寸的持有成本对于非纽约证券交易所会员而言就是 0.99 美元。你把这些成本加到执行多头和空头头寸的经纪佣金上面，或者为 0.86，这时，净价差就削减到了 2.73 美元，这与上述的 4.71 美元出现了鲜明的对比。那么，私人投资者的资本回报就为：

$$4\times 2.73\text{ 美元}/76\text{ 美元总资本}\times 100\% = 14.36\%$$

---

〔1〕 纽约证券交易所章程和规则，第 325 号规则(b)。

〔2〕 证券每 10 美元的市场价值中，根据 30%的规则，“折扣率”将为 3 美元。剩余的 7 美元（“总负债”）将收取 1/16 的费用，或者说为 0.438 美元，即市场价值的 4.38%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在，我们基于这些计算来比较一下风险—回报率。回顾一下，并购宣布之前，B公司股票价格为35美元，我们可以推测，要是该并购由于某些原因被放弃，B公司的股价会恢复到这个价格（在最好的情况下）。[1] 这代表着每股10美元的损失。我们假设，回补空头头寸，每股会有潜在的额外损失2.00美元，因此，每股总损失为12.00美元。对于纽约证券交易所会员公司，风险—回报率是12美元/4.71美元＝2.5，对于非会员而言，风险一回报率是12美元/2.73美元＝4.4。

你也可以计算出，对于纽约证券交易所会员公司而言，2.5的风险比率可能会产生122%的资本回报率，4.4的风险比率可能只产生14.36%的回报率，那么就可以说，从资本回报的角度来看，纽约证券交易所会员相比私人投资者有8.5倍的优势。现在，我们研究一些1969～1970年的并购案例，之后再研究较为近期的案例。

## 科学数据系统公司(Scientific Data Systems)/施乐公司(Xerox)

A. 平价计算

条件：1股科学数据系统公司（115美元）＝1/2股施乐公司（249美元）

平价：$1/X \times 249$ 美元－124.5美元

总价差：124.5美元－115美元＝9.50美元

B. 实际应用

（1）建立头寸：以115美元买入100股科学数据系统公司股票（多头）；以249美元卖出50股施乐股票（空头）。

（2）建立头寸日期：1969年4月11日。

（3）并购完成日期：1969年5月16日。

（4）证券交换生效日：1969年7月28日。

（5）投入总时间[(4)－(2)]＝108天。

（6）理论总价差（从上）：每100股科学数据系统公司950美元。

（7）实现的总价差：也是950美元，因为没有涉及新的证券。

（8）净价差：

[1] 在任何流产的并购中，总会产生技术性过度供应的局面，因为套利者并不希望成为“新娘”公司普通股的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 950.00 美元 | 总价差 |
| (271.4) | 利息成本@11 500 美元,108 天,年息 8%[1] |
| 0 | 多头头寸股息 |
| (22.50) | 空头头寸股息 |
| 656.10 美元 | 净价差 |

(9)资本年回报率:根据纽约证券交易所第 325 号规则,根据并购中的地位,对纽约证券交易所会员公司的资本需求也会有所不同。直到该并购完成(或者,当交易所发布“卖空豁免”规定),多头头寸存在 30%的“折扣率”。在此之后,只有 15：1 的需求,用来担保“总体负债”。相应地,存在如下两个条件:

(a)平均财务状况的声明——1969 年 4 月 11 日～5 月 16 日

资产

100 股科学数据股票(多头)…………………… 11 500.00 美元

负债和资本

50 股施乐公司股票

(空头) 12 450 美元

减去 50 股施乐公司股票

(借入) (12 450)…………………0

银行借款 ……………………………………………… 7 547

资本

30%“折扣率” 3 450 美元

15：1 比率 503……………3 953

11 500 美元

(b)平均财务状况的声明——1969 年 5 月 17 日～7 月 28 日

资产

100 股科学数据系统公司股票 …………………… 11 500 美元

负债和资本

银行借款 ……………………………………… 10 781 美元

资本

15：1 比率 ……………………………………………… 719

[1] 虽然该金额中只有大约 70%代表着借入资金,但是,机会成本计算在剩余的 30%中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


11 500 美元

所使用的平均资本

$$\frac{36\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 3\,953\text{ 美元}+\frac{72\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 719\text{ 美元}=532\text{ 美元}$$

$$\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}=\text{资本回报}$$

$$\frac{656.10\text{ 美元}}{532.00\text{ 美元}}\times 100\%=123.3\%/\text{年(税前)}$$

## 哈特福德火险公司(Hartford Fire Insurance)/国际电话电报公司(ITT)

A. 平价计算

条件：1 股哈特福德火险公司股票($65\frac{1}{4}$美元)＝1 股新 ITT“N”系可转换优先股 2.25 美元，可转换成 1.25 股 ITT 普通股($58\frac{5}{8}$美元)。

平价：估计可转换证券的发行有两种方法：

(1)直接转换——我们计算以优先股为标的普通股的价值。这是其最小值，因为人们总可以转换该优先股，并卖出标的资产。在这种情况下，

$$1.25\times 58\frac{5}{8}\text{ 美元}=73.28\text{ 美元}$$

(2)溢价转换——通过这种方式，我们试图在转换值上分配一个值(溢价)，这是由于：

(a)假如出现公司流动性问题，会对资产提出更高级要求(相比于普通股)；

(b)更大的股息收益率；

(c)先于普通股进行的股息分派优先权；

(d)转换特征。

由于有很多 ITT 可转换优先股已经在纽约证券交易所上市交易，因此，这项任务应该不会太难。在一定的收益范围内，新优先股预计可以在其转换平价上溢价销售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| (a) 新优先股假设的市场价格(美元) | (b) 新优先股当前的收益(%) | (c) 转换价值的百分比[1] | (d) 普通股的当前收益(%) | (e) (b)−(d) 偿还期(年) |
|---|---|---|---|---|
| 73.28 | 3.07 | 0 | 1.8 | 0 |
| 75.00 | 3.00 | 2.34 | 1.8 | 1.9 |
| 76.00 | 2.96 | 3.70 | 1.8 | 3.2 |
| 77.00 | 2.92 | 5.08 | 1.8 | 4.5 |
| 78.00 | 2.89 | 6.44 | 1.8 | 5.9 |
| 79.00 | 2.85 | 7.81 | 1.8 | 7.5 |
| 80.00 | 2.81 | 9.20 | 1.8 | 9.0 |

只要看一下 ITT 三种现在的可转换优先股，就会揭示以下内容：

| | 市场价格(美元) | 当前收益(%) | 溢价转换的百分比 | 偿还期(年) |
|---|---|---|---|---|
| 4.5 美元"I"系可转换优先股@61 美元 | $104\frac{3}{4}$ | 4.30 | 9 | 3.9 |
| 4.00 美元"J"系可转换优先股@61 $\frac{1}{2}$ 美元 | 100 | 4.00 | 4.9 | 2.2 |
| 4.00 美元"K"系可转换优先股@64 美元 | $96\frac{3}{4}$ | 4.13 | 5.6 | 2.4 |

从上面的表格可以看到，当前收益率低于 3%，新的优先股出现溢价的机会不大。收益率在 4%以上，似乎才是略有溢价的合理预期，这会提供 1～2 年的偿还期；或者，比如说约 2%的溢价。对于这种情况的发生，ITT 的价格必须下跌到 45 美元左右。

上述分析自然需要对合并后的利率—优化股股息保障率进行一项基本调查。

总价差：

(1)直接转换：73.28 美元－65 $\frac{1}{4}$ 美元＝8.03 美元。

(2)溢价转换：由于在当前收益水平可能没有溢价，因此总价差也是 8.03 美元。

[1] 以 58 $\frac{5}{8}$ 美元的价格买入 ITT 普通股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



B. 实际应用

(1)建立头寸：以 $65\frac{1}{4}$ 美元买入 100 股哈特福德火险公司股票(多头)；以 $58\frac{5}{8}$ 美元卖出 125 股 ITT 股票(空头)。

(2)建立头寸日期：1969 年 11 月 14 日。

(3)并购转换完成日期：1969 年 6 月 15 日。

(4)证券转换生效日：1970 年 7 月 1 日。

(5)投入总时间：[(4)－(2)]：230 天。

(6)理论总价差：每 100 股哈特福德火险公司股票 803.00 美元。

(7)实现总价差：尽管预计新的 ITT2.25 美元的"N"系优先股在转换平价时没有溢价，按当时 ITT 的主流价格，人们在优先股上得到的收益为 2.81%～3%。但是，到重组完成之时，后者的价格会出现大幅下跌，以致在 1970 年 6 月 19 日，ITT 普通股价格为 38 美元，优先股价格为 48.25 美元，当前的收益率为 4.6%。这相当于溢价为：

$$48.25-(1.25\times 38)=0.75(\text{美元})$$

或者说溢价为 1.58%

因此，人们会以 48.25 美元卖出 100 股优先股，同时以 38 美元买入 125 股 ITT 普通股回补空头头寸，每 100 股哈特福德火险公司股票积累起额外的利润 75 美元。相应地，实现的总价差成为：

| | |
|---|---|
| 803 美元 | 最初利润 |
| +75 | 溢价利润 |
| 878 美元 | 实现的总价差 |

(8)净价差：

| | |
|---|---|
| 878.00 美元 | 总价差 |
| (328.88)美元 | 230 天，6 524 美元@8%的利息成本 |
| 70.00 | 多头头寸股息 |
| (52.50) | 空头头寸股息 |
| 566.62 美元 | 净价差 |

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1969 年 11 月 14 日～6 月 15 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资产

100 股哈特福德火险公司股票(多头)………………… 6 525 美元

负债和资本

125 股 ITT 股票

（空头） 7 328 美元

减去 125 股 ITT 股票

（借入） (7 328)………………………0

银行借款 ………………………………………… 4 282 美元

资本

30%"折扣率" 1 958 美元

15：1 比率 285……………… 2 243

6 525 美元

(b)平均财务状况的声明——1969 年 6 月 15 日～1970 年 7 月 1 日

资产

100 股哈特福德火险公司股票(多头) ………………… 6 525 美元

负债和资本

银行借款 ………………………………………… 6 117 美元

资本

15：1 比率……………………………………………… 408

6 525 美元

所使用的平均资本

$$\frac{214\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 2\ 243\text{ 美元}+\frac{16\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 408\text{ 美元}=1\ 333\text{ 美元}$$

$$\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}=\text{资本回报}$$

$$\frac{567\text{ 美元}}{1\ 333\text{ 美元}}\times 100\%=42.5\%/\text{年}$$

## Canada Dry 公司/麦考尔公司(McCall's)/亨特食品公司 (Hunt Foods)

A. 平价计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



条件：1 股 Canada Dry 公司股票(36 美元)＝0.687 5股新诺顿西蒙公司(Norton Simon)普通股＋0.312 5股新的 1.60 美元优先股，可以马上转换成0.875股新普通股。

1 股麦考尔公司股票(37 美元)＝0.687 5股新诺顿西蒙公司普通股＋0.312 5股新 1.6 美元可转换优先股。

1 股亨特食品公司公司股票(58 美元)＝1.25 股新诺顿西蒙公司普通股＋0.312 5股新 1.6 美元可转换优先股。

此外，在并购前，要向亨特食品公司股东派发 5％的股息。

平价：由于该条件对于 Canada Dry 公司和麦考尔公司都是相同的，实际上，人们能够买入 1 股 Canada Dry 公司股票并卖出 1 股麦考尔公司股票，同时交付新证券来担保空头头寸。鉴于当前价格，人们可以在该交易中赚取 1 个点；几乎没有办法观察这种特定情况。

向亨特食品公司派发 5％的股息意味着，每 1.05 股亨特食品股票会收到最初用 1 股亨特食品公司形成的证券包，因为这样就无须为股份稀释而进行调整。因此，1 股亨特食品公司股票＝1.25/1.05＝1.19 股诺顿西蒙公司普通股＋0.297股新优先股。现在，由于这 3 家公司都将获得新诺顿西蒙公司普通股，并且使用附录 A 中(c)列出的相同程序，我们就可以计算出一个比率，表明 Canada Dry 公司与亨特食品公司普通股的比率，或者麦考尔公司与亨特食品公司普通股的比率。因此，暂时不要再考虑新的优先股：

$$1\text{ 股 Canada Dry}=\frac{0.687\ 5}{1.19\text{ 股亨特食品}}=0.57\text{ 股亨特食品}$$

然而，人们应该只卖空亨特食品公司，每股 Canada Dry 公司股票产生净空头头寸 0.587 股亨特食品公司股票，该空头头寸会损失 5％的股票派息。因此，人们只能指望每股 Canada Dry 公司股票获得 0.55 股亨特食品股票的收益。

至于每股 Canada Dry 公司股票的新优先股的分配，由于人们在股票派息后做空 0.578 股亨特食品公司股票，也会损失

$$0.578\text{ 股亨特食品}\times 0.297\text{[1] 股新优先股}=0.171\ 7\text{ 股新优先股}$$

相应地，由于每股 Canada Dry 公司股票应该会收到0.312 5股新优先股，所以每股 Canada Dry 公司股票会剩下：

---

〔1〕 考虑到该股票股息分红的调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



0.312 5－0.171 7＝0.140 8 股新诺顿西蒙公司优先股

因此，如果人们以 35 美元买入 1 股 Canada Dry 公司股票，并且以 58 美元卖出 0.55 股亨特食品公司股票，0.140 8股优先股会花费：

36 美元－(0.55×58 美元)＝4.10 美元

如果0.140 8股优先股花费 4.10 美元，一整股花费(发行价格)：

$$\frac{4.10\text{ 美元}}{0.140\,8}=29.12\text{ 美元}$$

基于上述(2)中所使用的类似计算方法，该新的优先股的价值是每股出售价格约为 40.00 美元。

总价差：40 美元－29.12 美元＝10.88 美元/诺顿西蒙公司优先股

或者

(58 美元×0.55)＋(0.140 8×40 美元)－36 美元＝1.53 美元/Canada Dry 公司股票

B. 实际应用

(1)建立头寸：以 36 美元买入 100 股 Canada Dry 公司股票(多头)；以 58 美元卖出 55 股亨特食品公司股票(空头)。

(2)建立头寸日期：1968 年 5 月 17 日。

(3)并购完成日：1968 年 7 月 16 日。

(4)证券转换生效日：1968 年 9 月 17 日。

(5)投入总时间[(4)－(2)]：123 天。

(6)理论总价差：每股 Canada Dry 公司股票 153 美元。

(7)实现总价差：1968 年 7 月 12 日，14.33[1] 股新诺顿西蒙公司优先股以 $39\frac{1}{2}$ 美元的价格卖出，因此，55 股亨特食品公司股票×58 美元＋14.33 美元新优先股×$39\frac{1}{2}$－3 600美元＝156 美元，实现总价差。

(8)净价差：

| | |
|---|---|
| 156.00 美元 | 总价差 |
| (79.00) | 3 600 美元的 123 天利息成本@$6\frac{1}{2}$% |

[1] 部分股票将由交易代理机构出售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 12.73 | 多头股息 |
| (12.50) | 空头股息 |
| 77.23 美元 | 净价差 |

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1968 年 5 月 17 日～7 月 16 日

| | | |
|---|---|---|
| **资产** | | |
| 100 股 Canada Dry 公司股票(多头) | | 3 600 美元 |
| **负债和资本** | | |
| 578 股亨特食品公司股票 | | |
| (空头) | 3 190 美元 | |
| 减去 578 股亨特食品公司股票 | | |
| (借入) | (3 190) | 0 |
| 银行借款 | | 2 362 |
| 资本 | | |
| 30%“折扣率” | 1 080 美元 | |
| 15：1 比率 | 158 | 1 238 |
| | | 3 600 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1968 年 7 月 16 日～9 月 17 日

| | |
|---|---|
| **资产** | |
| 100 股 Canada Dry 公司股票(多头) | 3 600 美元 |
| **负债和资本** | |
| 银行借款 | 3 375 美元 |
| 资本 | |
| 15：1 比率 | 225 |
| | 3 600 美元 |

所使用的平均资本：

$$\frac{60\text{天}}{365\text{天}}\times 1\ 238\text{美元}+\frac{63\text{天}}{365\text{天}}\times 225\text{美元}=242.34\text{美元}$$

$$\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}=\text{资本回报率}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$\frac{77.23\text{ 美元}}{242.34\text{ 美元}}\times 100\%=31.8\%/\text{年}$$

## 爱弗释(Eversharp)/ 华纳兰伯特制药(Warner Lambert Pharmaceutical)

A. 平价计算

条件:1 股爱弗释(29.25 美元) =按比例分配 110 万股华纳兰伯特($72\frac{5}{8}$美元)+按比例分配1 319 514股法威利公司(Frawley Enterprises)新普通股(不可流通)的某种组合。本次重组涉及华纳兰伯特公司购买爱弗释公司的手动剃须刀业务,换取华纳兰伯特的普通股,给爱弗释留下非手动剃须刀业务。这些资产必须分配给爱弗释的股票,以便让整个交易符合两家公司重组的条件,并且让爱弗释的股东获得免税待遇。因此,爱弗释把非手动剃须刀资产转让到了控股公司法威利公司,基于如下条件,计划通过要约交易爱弗释股份和法威利公司股份的方式,把其股份分配给爱弗释股东:

**3 股法威利公司股份交换 1 股爱弗释公司股份**

任何所交换的爱弗释股票都不会获取华纳兰伯特公司普通股,从而缩小了普通股以及有权获得华纳兰伯特普通股的爱弗释普通股等价物的总盘子。超额认购的法威利会按比例分配。最后,法威利所有未被认购的股份都将按比例分配给那些爱弗释股东,他们没有认购或者在某种情况下有权获取华纳兰伯特公司普通股。

平价:为了计算出整个证券包价值的近似值,必须确定 3 个因素:

(1)普通股以及有权认购法威利公司或者获得华纳兰伯特普通股股票等价物的总盘子:

爱弗释普通股——2 254 227 流通在外的股票

300 000 股爱弗释

0.50 美元优先股　=105 769 普通股

259 506 爱弗释

1.00 美元优先股　=230 672 普通股

未行权的股票期权=39 965 普通股

总盘子　　　　　=2 630 633

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(2)法威利公司新股的可能市场价值：

爱弗释转移到法威利公司的非手动剃须刀业务，包括圆珠笔制造、医院运营、酒精成瘾治疗设施、医疗器械制造以及药物研究。另外，爱弗释会转移股份到锡克投资(Schick Investment)和特艺公司(Technicolor)，综合市场价值约为990 万美元。上述业务的预计亏损已经从 1965 年的 0.04 美元上升到了 1969 年的 1.38 美元，因此，使用资本化率的方法是不可行的。

然而，基于净资产价值，可以建立一种可行的估值。股东权益加总大约为1 700万美元，以市场价值除以可购买的股票数，每股的账面价值为：

1 700万美元/1 319 514＝12.90 美元/股

只用流动资产——现金和有价证券——减去总负债，仍会有1 250万美元的价值；或者说，每股 9.50 美元。假设市场对该公司极度悲观，只给予其流动账面价值 1/3 的估值，那么法威利的股票预计售价区间为 2.50～3.50 美元。

(3)法威利公司有可能被认购的金额为：

帕特里克·法威利(Patrick Frawley)先生是爱弗释和法威利两家公司的董事长，也是296 500股爱弗释股份的受益人。极有可能的是，他会将其大部分股份转换为法威利公司，因为他可能希望尽可能控制以自己名字命名的公司——并且本质上继续拥有自己的业务[哈特利制笔公司(Hartley Pen Company)]，他从中获取了自己的财富。除了法威利先生本人，其他人基本上不可能认购法威利的股票，3 股法威利股票的可能市场价值——3×3.5 美元——明显低于爱弗释的市场价值(29.25 美元)，在交换中该股票需要被移交出去。

下面是基于认购法威利公司可能区间的每股爱弗释可能平价的列表。

| A<br>爱弗释<br>普通股盘子 | B<br>交换所需要的<br>法威利总股份 | C<br>认购法威利 | | D<br>爱弗释等价物<br>($\frac{1}{3}$C) |
|---|---|---|---|---|
| | | 百分比 | 股份 | |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 0 | 0 | 0 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 10 | 131 951 | 43 984 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 20 | 263 902 | 87 967 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 30 | 395 853 | 131 951 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 40 | 527 804 | 175 935 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 50 | 659 757 | 219 919 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| A<br>爱弗释<br>普通股盘子 | B<br>交换所需要的<br>法威利总股份 | C<br>认购法威利<br>百分比 | <br><br>股份 | D<br>爱弗释等价物<br>($\frac{1}{3}$C) |
|---|---|---|---|---|
| 2 643 056 | 1 319 514 | 60 | 791 706 | 263 902 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 70 | 923 660 | 307 887 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 80 | 1 055 608 | 351 869 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 90 | 1 187 563 | 395 854 |
| 2 643 056 | 1 319 514 | 100 | 1 319 514 | |

| E<br>法威利差额<br>(B—C) | F<br>爱弗释差额<br>(A—D) | G<br>每股爱弗释认购<br>的华纳兰伯特<br>(110 万/F) | 每股爱弗释认购的<br>法威利差额<br>(E—F) |
|---|---|---|---|
| 1 319 514 | 2 630 633 | 0.416 2 | 0.501 6 |
| 1 187 514 | 2 586 649 | 0.423 2 | 0.459 1 |
| 1 055 608 | 2 542 666 | 0.430 5 | 0.415 1 |
| 923 660 | 2 498 682 | 0.438 1 | 0.369 7 |
| 791 706 | 2 454 698 | 0.445 9 | 0.322 5 |
| 659 757 | 2 410 714 | 0.454 0 | 0.273 7 |
| 527 804 | 2 366 731 | 0.462 3 | 0.223 0 |
| 395 853 | 2 322 746 | 0.471 1 | 0.170 4 |
| 363 902 | 2 278 764 | 0.480 1 | 0.115 8 |
| 131 951 | 2 234 779 | 0.489 5 | 0.059 0 |
| 0 | 2 190 795 | 0.499 3 | 0 |

| I<br>华纳兰伯特的市场价值<br>(G×72 $\frac{5}{8}$ 美元) | J<br>法威利的市场价值<br>(H×2.50 美元) | K<br>每股爱弗释的平价<br>(I+J) |
|---|---|---|
| 30.23 | 1.25 | 31.48 |
| 30.73 | 1.15 | 31.88 |
| 31.27 | 1.04 | 32.31 |
| 31.82 | 0.92 | 32.74 |
| 32.38 | 0.81 | 33.19 |
| 32.97 | 0.68 | 33.65 |
| 33.57 | 0.56 | 34.13 |
| 34.21 | 0.43 | 34.64 |
| 35.55 | 0.15 | 35.70 |
| 36.26 | 0 | 36.26 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从上述列表中可以很明显地看到，对法威利的认购越高，对于没有认购权的爱弗释股东的总市场价值就越大。对于新法威利股价上涨到 12.08 美元之前的任何价格，都会存在这种关系(华纳兰伯特的报价为 $72\frac{5}{8}$ 美元)，计算过程如下：

$$\frac{36.26^{[1]}\text{美元}-30.23\text{美元}^{[2]}}{0.5016\text{股法威利}^{[3]}}=12.02\text{美元}$$

对于上述新法威利股，12.02 美元是其“盈亏平衡”价格。之后，由于较低的认购水平会提高分配的市场价值，从而对非认购的爱弗释股东有利。然而，基于上述原因，作者选择并使用的新法威利股价为 2.50 美元，因此，该表在计算平价过程中是有效的。

总价差：在套利中，人们必须始终站在保守的一方。因此，从该表中，我们应该假设会出现最糟糕的情况；没有人会认购法威利，因此，该价差就会是：

31.48 美元－29.25 美元＝2.23 美元

然而，基于上述原因，作者预计法威利先生会为交换法威利公司而出价 20％～30％的爱弗释股份，并且，其他一些股东——无视市场价值——同样有可能会出价，因此会接受大约 30％的法威利股份。在这种情况下，总价差会是：

32.74 美元－29.25 美元＝3.49 美元

B. 实际应用

(1)建立头寸：以 29.25 美元买入 100 股爱弗释(多头)；以 $72\frac{5}{8}$ 美元卖出华纳兰伯特(空头)。

(2)建立头寸日期：1970 年 1 月 15 日。

(3)并购完成日：1970 年 5 月 15 日。

(4)证券转换生效日：1970 年 6 月 29 日。

(5)投入总时间[(4)－(2)]：165 天。

(6)理论总价差(从上)：据估计，大约 30％的法威利股价会被认购，并且新法威利股售价最低每股 2.50 美元，产生的总价差大约为 3.49 美元。

(7)实现总价差：法威利先生确实出价了，按照招股说明书上所确定的日期

[1] 华纳兰伯特普通股的最大市场价值。
[2] 华纳兰伯特普通股的最大市场价值。
[3] 法威利的最大分配量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1969 年 3 月 26 日，交换360 000股法威利，达到法威利股份的27.282%。招股说明书还规定，如果没有其他人接受该出价，法威利先生会为另外的 7.79%交换其爱弗释。5 月 15 日，经确定，对于非认购爱弗释股东的分配为：

0.441 9股华纳兰伯特+0.336 2股法威利

这意味着，35%的法威利股份被认购了。这恰好与法威利先生根据招股说明书需要交换的总量完全一致。换句话说，没有其他人出价法威利。

1970 年 5 月 15 日，在完成分配时，33.62%的法威利能够以 $27\frac{7}{8}$ 美元的价格出售，额外 2.19%华纳兰伯特以 $49\frac{1}{4}$ 美元出售(因为 42%的股票被卖空，而不是 44.19%)。

因此，总金额为：

$$42\times 72\frac{5}{8}=3\ 050.25 \text{ 美元}$$

$$33.62\times 2\frac{7}{8}=96.66$$

$$2.19\times 59\frac{1}{4}=\underline{129.76}$$

| | |
|---|---|
| 总金额 | 3 276.67 美元 |
| 减去 100 股爱弗释成本 | 2 925.00 |
| 实现总价差 | 351.67 美元 |

(8)净价差：

| | |
|---|---|
| 351.67 美元 | 实现的总价差 |
| (105.78) | 2 925 美元的 165 天@8%利息成本 |
| 0 | 多头股息 |
| (25.20) | 空头股息 |
| 220.69 美元 | 净价差 |

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1970 年 1 月 15 日～5 月 15 日

资产

100 股爱弗释股票(多头) ································ 2 925 美元

负债和资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | | |
|---|---|---|
| 42 股华纳兰伯特股票 | | |
| （空头） | 3 050 美元 | |
| 减去 42 股华纳兰伯特股票 | | |
| （借入） | (3 050)…………………… | 0 |
| 银行借款 …………………………………………… | | 1 919 美元 |
| 资本 | | |
| 30%"折扣率" | 878 美元 | |
| 15 : 1 比率 | 128………………… | 1 006 |
| | | 2 925 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1970 年 5 月 15 日～6 月 29 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 100 股爱弗释股票(多头) ……………………………… | 2 925 美元 |
| 负债和资本 | |
| 银行借款 …………………………………………… | 2 742 美元 |
| 资本 | |
| 15 : 1 比率 …………………………………………………… | 183 |
| | 2 925 美元 |

所使用的平均资本

$$\frac{120\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 1\ 006\text{ 美元}+\frac{45\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 183\text{ 美元}=353.30\text{ 美元}$$

$$\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}=\text{资本回报}$$

$$\frac{220.69\text{ 美元}}{353.30\text{ 美元}}\times 100\%=62.47\ \%/\text{年}$$

## 合金无限公司(Alloys Unlimited, Inc.)/ 普莱西有限公司(Plessey, Limited)

A. 平价计算

条件:1 股合金无限公司($19\frac{1}{2}$美元)=6 $\frac{1}{2}$股普莱西有限公司的新美国存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



托凭证(ADR)。新的美国存托凭证股份与伦敦证券交易所上可交易的普莱西有限公司英镑股的其他各个方面都是相同的,除了:

(1)美元股份用美元支付股息;

(2)只有到 1975 年 6 月 30 日之后——此后约 5 年——美国存托凭证美元股份才会以 1∶1 的形式转换成英镑股,以符合英格兰银行的规定。

新股份在该并购完成时,拟于纽约证券交易所上市交易。购买这些美国存托凭证可以免除利息平衡税,而在伦敦证券交易所交易的英镑股则要缴纳该平衡税。

平价:普莱西英镑股的伦敦价以美元表示是 $4\frac{7}{8}$ 美元。[1] 此外,美国有柜台交易市场(OTC)来交易现存的普莱西有限公司美国存托凭证股份,它马上就可以转换为英镑股份。这些美国存托凭证同时报价为 $4\frac{3}{4}$ 美元。因此,在建立平价时要考虑三种证券:

(1)伦敦证券交易所交易的英镑股份;

(2)已经在纽约交易的美国存托凭证;

(3)新美国存托凭证美元股份,其 5 年内无法转换成英镑股份。

正常情况下,英镑股份和现存的美国存托凭证——它可以马上转换——会有微小的折扣。问题就变成了,新美国存托凭证美元股份和英镑股份间由于存在延迟转换的权利,二者之间确定的折扣有多大。

由于合金无限是一家英国公司,可以合理地假设,对新股份的主要兴趣来自英国投资者。为了让英国私人或机构投资者买入新的美国存托凭证美元股份,而不是英镑股份(通过伦敦经纪商,他可以完成此交易,其所投入的时间会大幅减少,问题也会减少很多),这必须有足够的折扣来抵消货币溢价,英国人最初买入美国存托凭证所购买的美元,在转换成英镑时会受到损失(回顾一下,该分析指的是 1970 年)。

英国投资者必须关心的两个汇率是:

(a)自由汇率,对于英镑来讲,一般情况下在固定平价 2.4 美元附近;

(b)安全英镑汇率,一般情况下,其区间是官方汇率上溢价 25%~50%,这

[1] 就在同一天,合金无限公司的价格为 $19\frac{1}{2}$ 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



取决于对英联邦外部安全汇率的需求数量，以及英国的国际收支平衡。

英国外汇管制法规要求，英国公民购买外汇来买入外国证券，必须支付所涉及英镑数量 100%的溢价。当他之后转售外国证券所获得的收益，可以在该溢价率上再买入仅仅 75%的等价英镑，差额必须用自由汇率结算。这就意味着，英国投资者肯定会损失。只要存在溢价，在所涉金额 25%用自由汇率购买英镑时，汇兑损失＝25%×25%溢价＝6.2%。

这是他最小的“溢价”风险。同时，还存在另外 75%溢价部分可能在买入和卖出之间波动的风险。如果溢价增加，那么对英国投资者是有利的；如果溢价降低，就是不利的。再说一遍，必须要保守，并且，他必须面临一种可能性，到他卖出自己的美国存托凭证并且希望买回英镑时，整个溢价可能会消失[1]，或者说，额外汇兑损失＝75%×25%溢价＝18.8%。

因此，为了使买入新美国存托凭证美元股份相对英镑股份有优势，英国投资者已经要求一个折扣，该折扣等于所涉及 100%资金的兑换损失，在本案例中，是 25%。对这种情况，人们会为正常的外汇兑换风险(在本案例中，在新股份无法转换期间，美元有可能会贬值)和“干扰因素”加上额外的 5%。

因此，具有 25%的证券英镑溢价，正常情况下，可以预计在新美国存托凭证报价和英镑股份之间会存在 30%的总折扣。30%的英镑溢价，就会存在 35%的折扣，以此类推。

总价差：$70\%\times4\frac{7}{8}$美元$\times6.5-19\frac{1}{2}$美元＝22.18 美元－19.50 美元＝2.68 美元

B.实际应用

(1)建立头寸：以 $19\frac{1}{2}$美元买入 100 股合金无限(多头)；以 $4\frac{3}{4}$美元卖出 650 股普莱西有限公司美国存托凭证(空头)。

(2)建立头寸日期：1970 年 4 月 23 日。

(3)并购完成日：1970 年 7 月 17 日。

(4)证券转换生效日：1970 年 8 月 25 日。

(5)投入总时间[(4)－(2)]：124 天。

(6)理论总价差(从上)：每 100 股合金无限 267 美元，基于新美国存托凭证

[1] 要是英国的国际收支平衡表已经改善的话，这种情况大概是已经被预期到了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相对于普莱西普通股的伦敦价格有30%的折扣。

(7)实现总价差：1970年6月30日，在获得股东批准后，启动了新美国存托凭证美元股份"发行前交易"的柜台交易市场。当天，存在如下报价：

常规美国存托凭证股份—3.50美元

英镑股份—3.60美元

新美国存托凭证美元股份—2.50美元

换句话说，新美国存托凭证美元股份的折扣是28%，并非之前预计的30%折扣。[1] 现在，由于我们建立了650股常规美国存托凭证的空头头寸，它们必须被回补，因为新的美国存托凭证无法交付来对其保护。此外，新的美国存托凭证必然被抢购一空。因此，

最初卖出650股常规美国存托凭证@4.75美元=3 087.50美元

回购650股常规美国存托凭证@3.55美元=(2 307.50)

卖出650股新美国存托凭证@2.50美元=1 625.00

最初买入100股合金@19 $\frac{1}{2}$美元=(1 950.00)

实现的总价差=455.00美元

(8)净价差：

| | |
|---|---|
| 455.00美元 | 实现的总价差 |
| (53.00) | 1 950美元的124天@8%利息成本 |
| 10.00 | 多头股息 |
| (26.65) | 空头股息 |
| 385.35美元 | 净价差 |

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1970年4月23日～7月17日

资产

100股合金无限(多头) ………………………… 1 950.00美元

负债和资本

650股普莱西有限公司股票

美国存托凭证(空头)　　3 087.50美元

[1] 英镑溢价率仍然是25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | | |
|---|---|---|
| 减去650股普莱西有限公司股票 | | |
| 美国存托凭证(借入) | (3 087.50)…… | 0 |
| 银行借款 …… | | 1 277.00 |
| 资本 | | |
| 30%“折扣率” | 585.00 美元 | |
| 15∶1 比率 | 88.00…… | 673.00 |
| | | 1 950.00 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1970 年 7 月 18 日～8 月 25 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 100 股合金无限(多头) …… | 1 950.00 美元 |
| 负债和资本 | |
| 银行借款 …… | 1 828.00 美元 |
| 资本 | |
| 15∶1 比率…… | 122.00 |
| | 1 950.00 美元 |

所使用的平均资本

$$\frac{85\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 673\text{ 美元}+\frac{39\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 122\text{ 美元}=169\text{ 美元}$$

$$\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}=\text{资本回报}$$

$$\frac{385.35\text{ 美元}}{169\text{ 美元}}\times 100\%=228\%/\text{年}$$

## 丘博保险公司(Chubb Corp.)/
## 第一国民城市公司(花旗集团,First National City Corp.)

A. 平价计算

条件:1 股丘博保险公司(65 美元) = 0.4 股第一国民城市公司(74 美元) $+\frac{1}{2}$新 4.24 美元优先股(可转换 1.2 股普通股)。

平价:

(1)直接转换成普通股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$0.4+(0.5\times1.2)=1\times74=74(美元)$$

(2)优先股溢价

这时，引入“创造”新可转换证券的概念就会很有用。如果人们买入某只证券，并且通过证券转换获得新可转换证券，那么他就买入或者说通过前者“创造”了后者。在实际的案例中，通过以65美元买入丘博并以74美元卖出0.4股第一国民城市公司普通股，人们就在创造出1/2股新的4.24美元可转换优先股：65美元－0.4×74美元＝65美元－29.60美元＝35.40美元。由于1/2股可转换优先股是在该价格水平上被创造出来的，所以一整股可转换优先股的价格就是后者的2倍，或者说70.80美元。通过这种方式，人们能够确定新证券创造时的当前收益基础。在这种情况下，4.24美元/70.80美元＝5.9%。在这样做的过程中，作者实现了可能的收益4.4%，并且在88.80美元的转换平价上有10%的溢价，这产生的价格为96美元。

总价差：

(1)直接转换

74美元－65美元＝9.00美元

(2)溢价转换

77.60美元－65美元＝12.60美元 或 96美元

70.80美元＝25.20美元 1新优先股

B. 实际应用

(1)建立头寸：以65美元买入100股丘博(多头)；以74美元卖出100股第一国民城市公司(空头)。

(2)建立头寸日期：1969年2月20日。

(3)并购计划取消日：1969年6月16日。

(4)头寸逆转日：1969年6月18日。

(5)投入总时间[(4)－(2)]：118天。

(6)理论总价差：每100股丘博900美元，采用更加保守的方法。

(7)实现总损失：以$42\frac{1}{2}$美元卖出100股丘博；以$64\frac{1}{2}$美元回补100股第一国民城市公司。

结果：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 6 500 美元 | 丘博的成本 |
| －4 250 | 卖出丘博的收益 |
| (2 250 美元) | 丘博的损失 |
| 7 400 美元 | 卖出第一国民城市公司的收益 |
| －6 450 | 回购的成本 |
| 950 美元 | 第一国民城市公司的利润 |

因此，每 100 股丘博实现的损失是费用前1 900美元。

(8)净损失：

| | |
|---|---|
| (1 900 美元) | 实现的损失 |
| (168) | 6 500 美元的 118 天@8%利息成本 |
| 63 | 多头股息 |
| (56) | 空头股息 |
| (2 061 美元) | 净损失 |

(9)年化资本损失率：

平均财务状况的声明——1969 年 2 月 20 日～6 月 18 日

资产

100 股丘博股票(多头) …………………………… 6 500 美元

负债和资本

减去 100 股第一国民城市公司

(空头) …………………………………………………… 0

减去 100 股第一国民城市公司

(借入) …………………………………………………… 4 264

银行借款

资本

30%“折扣率” …………………………………… 2 236 美元

15：1 比率 ……………………………………………… 6 500 美元

所使用的平均资本：

$$\frac{118\text{天}}{365\text{天}}\times 2\ 236\text{美元}=720\text{美元}$$

$$\frac{\text{净实现损失}}{\text{平均资本}}=\text{资本损失}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$\frac{2\ 061\ 美元}{720\ 美元}\times 100\%=286\ \%/年损失$$

## 1971 年至今的并购

### 新英格兰核集团(New England Nuclear Corp.)/杜邦德内穆尔公司(Dupont DeNemours Inc.)

经纪商/交易商在可选择性净资本要求条件下运营。

A. 平价计算

条件:1 股新英格兰核集团(43 美元)=1.3 股杜邦(37 美元)

平价:1.3×37 美元—48.10 美元

总价差:48.10 美元—43 美元=5.10 美元

B. 实际应用

(1)建立头寸:@43 美元买入 100 股新英格兰核集团(多头);@37 美元卖出 130 股杜邦(空头)。

(2)建立头寸日期:1980 年 12 月 5 日。

(3)并购完成日:1981 年 3 月 9 日。[1]

(4)证券转换生效日:1981 年 4 月 9 日。[2]

(5)投入总时间[(4)—(2)]:126 天。

(6)理论总价差:每 100 股新英格兰核集团 510 美元。

(7)实现总价差:510 美元(无新证券)。

(8)净价差:

| | |
|---|---|
| 510.00 美元 | 总价差 |
| (278.32) | 利息成本(4 300 美元 125 天 18.7%[3]) |
| 7.5 | 多头股息[4] |
| (60.0) | 空头股息[5] |

[1] 新股东批准并购,纽约证券交易所宣布多头/卖出。
[2] 收到的备忘记录。
[3] 月度经纪人贷款利率的几何平均数——1979 年 12 月到 1980 年 3 月。
[4] 在 1981 年 2 月 27 日向 1981 年 1 月 9 日登记在册的持有者进行支付。
[5] 在 1981 年 3 月 14 日向 1981 年 2 月 25 日登记在册的持有者进行支付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


179.18 美元　　净价差

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1980 年 12 月 5 日～1981 年 3 月 9 日

资产

100 新英格兰核集团(多头)……………………………… 4 300 美元

负债和资本

130 股杜邦

(空头)　　　　　　4 810 美元

130 股杜邦(借入)　　　　(4 810 美元)…………………0

银行借款…………………………………………………… 2 857

资本

30%"折扣率"[1]

(b)平均财务状况的声明——1981 年 3 月 9 日～1981 年 4 月 9 日[2]

资产

100 股新英格兰核集团(多头)　　　　4 300 美元

负债和资本

银行借款　　　　4 300 美元

所使用的平均资本

$$\frac{94\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 1\ 443\text{ 美元}=371.62\text{ 美元}$$

$$\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}=\text{资本回报}$$

$$\frac{179.18\text{ 美元}}{371.62\text{ 美元}}\times 100\%=49\%$$

经纪商/交易商在总负债净资产要求条件下运营。从(1)到(8)的计算保持

[1] 根据替代性净资产要求，经纪人/交易商有如下选择：
①扣除 15%多头头寸市场价值，加上超过 25%多头头寸的空头头寸市场价值的 30%，或者是，
②扣除多头或空头头寸市场价值更大一方的 30%。在这个案例中，选择 2 是优先项。"折扣额"是 1443 美元，相对于选项①来讲，是1 765.50美元。
这种替代性净资产要求需要100 000美元以上的法定准备金，或者说，根据 A 17 CFR 240.15L3－3a 列示条件，需要总借项 4%的法定准备金。该公式基于客户的相关情况。它并不适用于自营风险套利头寸。对于这个展示案例来讲，它假设经纪人或交易商的客户相关业务足够大，可以满足净资产所必需的最低要求额，超过了100 000美元。

[2] 新股东批准该并购，纽约证券交易所制定做多/卖出规定，股份转让生效日为 1981 年 3 月 9 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相同。

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1980 年 12 月 5 日～1981 年 3 月 9 日

资产

100 新英格兰核集团(多头) ………………………… 4 300 美元

负债和资本

130 股杜邦

(空头)　　　　4 810 美元

130 股杜邦(借入)　　　　(4 810 美元)………………0

银行借款 ……………………………………… 2 678 美元

资本

30%“折扣率”[1] ……………………………………… 1 443

15∶1 比率[2] ……………………………………… 179

4 300 美元

(b)平均财务状况的声明——1981 年 3 月 9 日～1981 年 4 月 9 日

资产

100 股新英格兰核集团(多头) ………………………… 4 300 美元

负债和资本

银行借款 ……………………………………… 4 031 美元

15∶1 比率 ……………………………………… 269

4 300 美元

所使用的平均资本：

$$\frac{94\text{天}}{365\text{天}}\times 1\ 622+\frac{31\text{天}}{365\text{天}}\times 269=440.56(\text{美元})$$

$$\text{资本回报率}=\frac{179.18\text{美元}}{440.56\text{美元}}\times 100\%=40.7\%$$

对于个人。同样，自(1)到(7)的计算相同。

(8)净价差：

---

[1] 根据总负债方法，经纪人和交易商需要扣除多头或空头风险套利头寸中较大一方 30%市场价值即折扣率。除此之外，按照 17 CFR240 15c3－1，总负债不能超过净资产的1 500%。

[2] 根据总负债方法，经纪人和交易商需要扣除多头或空头风险套利头寸中较大一方 30%市场价值即折扣率。除此之外，按照 17 CFR240 15c3－1，总负债不能超过净资产的1 500%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 510 美元 | 总价差 |
| (300.40) | 利息成本(4 300 美元 125 天 20.4%[1] |
| 7.50 | 多头股息 |
| (60.0) | 空头股息 |
| 157.1 | 净价差 |

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1980 年 12 月 5 日～1981 年 3 月 9 日

资产

100 股新英格兰核集团(多头)………………………… 4 300 美元

负债和资本

| | | |
|---|---|---|
| 130 股杜邦(空头) | 4 810 美元 | |
| 减 130 股杜邦(借入) | (4 810 美元)……………… | 0 |
| 资本需求——联邦[2] | 4 555 | |
| 资本需求——众议院[3] | 0 | |
| | 4 555 | |

(b)平均财务状况的声明——1981 年 3 月 9 日～1981 年 4 月 9 日

资产

100 股新英格兰核集团(多头)………………………… 4 300 美元

负债和资本

银行借款 ………………………………………… 3 870 美元

资本需求[4] ………………………………………… 430

4 300 美元

所使用的平均资本：

$$\frac{94\text{ 天}}{364\text{ 天}}\times 4\ 555\text{ 美元}+\frac{31\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 430\text{ 美元}=1\ 209.59\text{美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}$$

[1] 1979 年 12 月到 1980 年 3 月期间的月度保证金账户利率的几何平均值，机会成本利率将会低于这个数值，但是，为了简化计算，使用的是该保证金利率。

[2] 美联邦要求多头和空头的保证金为 50%。

[3] 众议院维持的保证金率需求为多头 30%＋空头 30%。

[4] 众议院对善意套利头寸的保证金是多头 10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$=\frac{157.1}{1\ 210}\times 100\%$$

$$=13\%$$

## 瑞恩电气(Reliance Electric)/埃克森(Exxon)

A.平价计算

条件:1 股瑞恩电气(61 美元)=72 美元

总价差:72 美元－61 美元=11 美元

B.实际应用

(1)建立头寸：以 61 美元每股买入 100 股瑞恩电气(多头)。

(2)建立头寸日期：1979 年 5 月 25 日。

(3)股份偿付:1979 年 7 月 11 日。

(4)证券转换生效日:1979 年 7 月 11 日。

(5)投入总时间[(4)－(2)]:123 天。

(6)净价差：

| | |
|---|---|
| 11 美元 | 总价差 |
| (2.34) | 利息成本(61.00 美元 123 天 11.4%) |
| (0.40) | 股息(转换日为 7 月 10 日) |
| 8.26 美元 | 净价差 |

(7)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1979 年 5 月 25 日～9 月 25 日[1]

| | |
|---|---|
| **资产** | |
| 100 股瑞恩电气(多头) | 6 100 美元 |
| **负债和资本** | |
| 银行借款 | 5 185 美元 |
| 15%“折扣率” | 915 |
| | 6 100 美元 |

[1] 为了这次要约,如果买方向存托方发出口头或书面通知,接受这些股份的要约(正如招股说明书中所引用的那样),那么买方应该被视为已经购买要约收购的股份。这个日期假定为“备忘记录接收日,如下所示:

股息/0.40　　除息日/7 月 10 日　　股权记录日/7 月 16 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(b)平均财务状况的声明——1979 年 7 月 11 日～9 月 25 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 100 股瑞恩电气 | 6 100 美元 |
| 负债和资本 | |
| 银行借款 | 5 185 |
| “折扣率” | 915 |
| | 6 100 美元 |

所使用的平均资本：

$$\frac{123\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 915\text{ 美元}=308\text{ 美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{826}{308}\times 100\%=267\%$$

## 美联信金融公司(CIT Financial)/美国无线电公司(RCA)

A.平价计算

条件:1 股美联信金融(56 美元)=1 股美国无线电公司股价 65 美元的 49%

1 股美联信金融公司价格=1 股美国无线电公司常规 3.65 股优先股(32 美元)+1 股美国无线电 2.125 股可转换优先股(21 美元)

总价差：

偿付价差=0.62×(65−56)=5.58(美元)

股票价差$=0.38\times(32\frac{1}{8}+22\frac{1}{2}-56)=(0.20)$美元[1]

总价差=5.38 美元

B.实际应用

(1)建立头寸:以 56 美元买入 100 股美联信金融(多头)。

(2)建立头寸日期:1979 年 8 月 22 日。

(3)偿付日期:1979 年 11 月 8 日。

(4)确定比例系数声明:1979 年 11 月 26 日。

(5)收到 62 股股票的股息:1979 年 12 月 4 日。

[1] 原文如此,疑有误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(6)建立头寸:以 32 美元买入 38 股 3.65 美国无线电优先 W/I,以 22 美元买入 38 股 2.125 美国无线电优先 W/I。

(7)建立空头头寸日期:1979 年 12 月 11 日。

(8)并购完成日期:1980 年 1 月 31 日。

(9)证券转换生效日:1980 年 2 月 7 日。

(10)净价差:

| | |
|---|---|
| 538 美元 | 总价差 |
| (225) | 利息成本(5 600 美元自 1979 年 8 月 22 日～1979 年 12 月 4 日 14.1%) |
| (55) | 利息成本(2 128 美元自 1979 年 12 月 4 日～1980 年 2 月 7 日 15.3%) |
| 98 | 多头头寸股息[1] |
| 356 美元 | 净价差 |

(11)年化资本回报率:

(a)平均财务状况的声明——1979 年 8 月 22 日～11 月 26 日

资产

100 股美联信金融(多头) ………………………… 5 600 美元

负债和资本

银行借款 ………………………………………… 4 760 美元

15%“折扣率”………………………………………… 840

5 600 美元

(b)平均财务状况的声明——1979 年 11 月 26 日～12 月 11 日

资产

38 股美联信金融(多头) ………………………… 2 128 美元

负债和资本

银行借款 ………………………………………… 1 809

15%“折扣率”………………………………………… 319

[1] 股息＝(0.65 美元)100 股,记录日 9 月 10 日
(0.65 美元)38 股,记录日 12 月 14 日
(0.214 29 美元)38 股,记录日 1 月 31 日
98 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2 128 美元

(c)平均财务状况的声明——1979 年 12 月 11 日～1980 年 1 月 31 日

资产

38 股美联信金融(多头) …………………………… 2 128 美元

负债和资本

38 股 3.65 美国无线电公司优先 W/I

1 220.75

38 股 2.125 美元无线电公司优先 W/I

855.00………………0

减去 38 股 3.65 美国无线电公司优先股

(借入) (1 220.75)

减去 38 股 2.125 美国无线电公司优先股

(借入) (855.00)………………0

银行借款 …………………………………………… 1 490 美元

30%“折扣率”………………………………………… 638

2 128 美元

(d)平均财务状况的声明——1980 年 1 月 31 日～1980 年 2 月 7 日

资产

38 股美联信金融(多头) …………………………… 2 128 美元

负债和资本

38 股 3.65 美国无线电公司优先 W/I 1 220.75

38 股 2.125 美国无线电公司优先 W/I 855.00

减去 38 股 3.65 美国无线电公司优先股

(借入) (1 220.75)

减去 38 股 2.125 美国无线电公司优先股

(借入) (855.00)……………………0

银行借款 …………………………………………… 2 128 美元

“折扣率”(卖空豁免)………………………………… 0

2 128 美元

所使用的平均资本：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$\frac{96\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times(840\text{ 美元})+\frac{15\text{ 天}}{365\text{ 天}}(319\text{ 美元})=\frac{51\text{ 天}}{365\text{ 天}}(638\text{ 美元})=323\text{ 美元}$$

$$\frac{\text{净价差}}{\text{平均资本}}=\text{资本回报率}$$

$$\frac{356\text{ 美元}}{323\text{ 美元}}\times100\%=110\ \%/\text{年(税前)}$$

## 理查森—梅里尔(Richard-Merrell)/陶氏化学(Dow Chemical)

A.平价计算

条件:1 股理查森—梅里尔(39 美元)=1 股理查森—维克斯(Richard-Vicks)($31\frac{1}{2}$美元) (送配)1981 年 3 月 6 日

1 股理查森一梅里尔(39 美元=0.345 8股陶氏化学 ($35\frac{1}{2}$美元)[1]

总价差:($35\frac{1}{2}$美元)(0.311 58)=$31\frac{1}{2}$−39 美元=3.56 美元

B.实际应用

(1)建立头寸:以 39 美元买入 100 股理查森—梅里尔股票。

(2)建立头寸日期:1981 年 1 月 14 日。

(3)建立头寸:以 $35\frac{1}{2}$美元卖出 31 股陶氏化学。

(4)建立头寸日期:1981 年 2 月 10 日。

(5)建立头寸:以 $31\frac{1}{2}$美元在发行前市场卖出维克斯(Vicks[2],空头)

(6)建立头寸日期:1981 年 5 月 9 日。

(7)并购完成及生效日期:1981 年 3 月 10 日。

(8)投入总时间:65 天。

(9)净价差:

356 美元　　　总价差

〔1〕 陶氏化学发行的股份总数取决于,2.6 亿美元除以并购前 20 个交易日纽约证券交易合报价中陶氏普通股每股平均收盘价。截至 1981 年 1 月 29 日,外部流通股为23 303 139股 1981 年 3 月 10 日,根据并购条件,$35\frac{1}{2}$美元的价格产生,1 股理查森一梅里尔=0.314 29股陶氏化学,这非常接近于0.311 58股陶氏化学的实际条件。

〔2〕 原文如此,疑有误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| (128) | 利息成本(3 900 美元 65 天 18.4%) |
| 33 | 多头股息 |
| 0 | 空头股息 |
| 261 美元 | 净价差 |

(10)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1981 年 1 月 14 日～1981 年 2 月 10 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 100 股理查森—梅里尔(多头) | 3 900 美元 |
| 负债和资本 | |
| 银行借款 | 3 315 美元 |
| 15%"折扣率" | 585 |
| | 3 900 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1981 年 2 月 10 日～1981 年 3 月 9 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股理查森—梅里尔(多头) | | 3 900 美元 |
| 负债和资本 | | |
| 31 股陶氏化学(空头) | 1 100.50 美元 | |
| —31 股陶氏化学(借入) | 1 100.50 美元 | 0 |
| 银行借款 | | 3 160 美元 |
| "折扣率"[1] | | 740 |
| | | 3 900 美元 |

(c) 平均财务状况的声明——1981 年 3 月 9 日～1981 年 3 月 10 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股理查森—梅里尔(多头) | | 3 900 美元 |
| 负债和资本 | | |
| 31 股陶氏化学空头头寸 | 1 100.50 美元 | |
| 减去 31 股陶氏化学(借入) | (1 100.50) | 0 |
| 100 股维克斯 W/I | 3 150.00 | |

[1] "折扣额"=(0.15)(3900 美元)+(0.30)[(1 100.5美元)−(0.25)(3900 美元)]=740(美元).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | | |
|---|---|---|
| 100 股维克斯 W/I(借入) | (3 150.00)··················0 | |
| 银行借款 ······························································ | | 2 625 |
| 30%"折扣率" ························································ | | 1 275 |
| | | 3 900 美元 |

所使用的平均资本：

$$\frac{27\text{天}}{365\text{天}}\times(585\text{美元})+\frac{27\text{天}}{365\text{天}}(740\text{美元})=\frac{1\text{天}}{365\text{天}}(1\ 275\text{美元})=101\text{美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{261\text{美元}}{101\text{美元}}\times100\%=258\%$$

## 20世纪福克斯电影公司/<br>联合电视公司(United Television Inc.,UTV)

A.平价计算

条件:1 股 20 世纪福克斯电影公司(62 美元)=60 美元+1 股联合电视公司($7\frac{3}{4}$美元)

总价差:$60+7\frac{3}{4}-62=5.75$(美元)

B.实际应用

(1)建立头寸:以 62 美元买入 100 股 20 世纪福克斯电影(多头)。

(2)建立头寸日期：1981 年 2 月 24 日。

(3)建立头寸：以 7 美元卖出 100 股联合电视公司 W/I (空头)。

(4)建立头寸日期：1981 年 5 月 19 日。

(5)并购生效日期:1981 年 6 月 12 日(1981 年 6 月 10 日完成)。

(6)获得收益:1981 年 6 月 12 日。

(7)投入总时间:107 天。

(8)净价差：

| | |
|---|---|
| 575 美元 | 总价差 |
| (325) | 利息成本(6 200 美元 107 天 17.9%) |
| 45 | 股息(3 月 10 日在册股东每股发放 0.45 美元股息) |
| 295 美元 | |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1981 年 2 月 24 日～1981 年 5 月 19 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股 20 世纪福克斯电影公司 | | 6 200 美元 |
| 负债和资本 | | |
| 银行借款 | | 5 270 美元 |
| 15%“折扣率” | | 930 美元 |
| | | 6 200 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1981 年 5 月 19 日～1981 年 6 月 10 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股 20 世纪福克斯电影公司 | | 6 200 美元 |
| 负债和资本 | | |
| 100 股联合公司(空头) | 775 | |
| 减去 100 股联合电视公司(借入) | (775) | 0 |
| 银行借款 | | 5 270 美元 |
| 15%“折扣率” | | 930 |
| | | 6 200 美元 |

所使用的平均资本：

$$930\text{ 美元}\times\frac{105\text{ 天}}{365\text{ 天}}=267\text{ 美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{295\text{ 美元}}{267\text{ 美元}}\times 100\%=110\ \%/\text{年}$$

## 在并购套利中使用期权

### 犹他国际(Utah International)/通用电气(无期权)

A.平价计算

条件：1 股犹他国际(53 美元)=1.3 股通用电气($54\frac{1}{8}$美元)

总价差：($54\frac{1}{8}$美元×1.3)－53=17.36(美元)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



B.实际应用

(1)建立头寸:以 53 美元买入 100 股犹他国际(多头),以 54 美元卖出 130 股通用电气。

(2)建立头寸日期:1976 年 3 月 24 日。

(3)并购完成日期:1976 年 12 月 15 日。

(4)转换生效日期:1976 年 12 月 21 日。

(5) 投入总时间:272 天。

(6)净价差:

| | |
|---|---|
| 1 736 美元 | 总价差 |
| (237) | 利息成本(5 300 美元 272 天 5.5%) |
| 90 | 股息(多头) |
| (125) | 股息(空头) |
| 1 464 美元 | 净价差 |

(7)年化资本回报率:

平均财务状况的声明——1976 年 3 月 24 日～1976 年 12 月 15 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股犹他国际(多头) | | 5 300 美元 |
| 负债与资本 | | |
| 130 股通用电气(空头) | 7 036 美元 | |
| 减去 130 股通用电气(借入) | (7 036) | 0 |
| 银行借款 | | 3 190 美元 |
| 30%"折扣率"(空头) | | 2 110 |
| | | 5 300 美元 |

所使用的平均资本:

$$2\ 110\ 美元 \times \frac{266\ 天}{365\ 天} = 1\ 538\ 美元$$

$$资本回报率 = \frac{1\ 464\ 美元}{1\ 538\ 美元} \times 100\% = 95\ \%/年$$

## 犹他国际/通用电气(含期权)

A.平价计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



条件：1 股犹他国际(53 美元)＝1.3 股通用电气(52 美元)

总价差：从期权销售中获得 7.25 美元

＋(1.3)(50)－(2)(1.3)－(53)

16.65 美元

B.实际应用

(1)建立头寸：以 53 美元买入 100 股犹他国际，以 $7\frac{1}{4}$ 美元卖出 1.3 份 10 月 50 通用电气期权($54\frac{1}{8}$ 美元)。

(2)建立头寸日期：1976 年 3 月 24 日。

(3)执行 10 月 50 通用电气期权，以 52 美元卖空。

(4)行权日期：1976 年 10 月 22 日。

(5)并购完成日期：1976 年 12 月 15 日。

(6)转换生效日期：1976 年 12 月 21 日。

(7)投入总时间：272 天。

(8)净价差：

| | |
|---|---|
| 1 665 美元 | 总价差 |
| (237) | 利息成本(5 300 美元 272 天 6.0%) |
| 90 | 股息(多头) |
| (45) | 股息(空头) |
| 1 473 美元 | |

(9)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1976 年 3 月 24 日～1976 年 10 月 27 日

资产

100 股犹他国际 ········ 5 300 美元

负债与资本

银行借款 ········ 3 502 美元

所使用的资本　　2 111 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | | |
|---|---|---|
| "折扣率"[1] | (725) | |
| 减去期权的市场价值 | 412 | |
| 加上资金数量 | | 1 798 |
| | | 5 300 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1976 年 10 月 22 日～1976 年 12 月 15 日

| | | |
|---|---|---|
| **资产** | | |
| 100 股犹他国际 | | 5 300 美元 |
| **负债与资本** | | |
| 130 股通用电气(空头) | 6 760 美元 | |
| 减去 130 股通用电气(借入) | (6 760) | 0 |
| 银行借款 | | 3 272 |
| "折扣率" | | 2 028 |
| | | 5 300 美元 |

所使用的平均资本：

$$(1\ 798\ 美元)\times\frac{212\ 天}{365\ 天}+(2\ 208\ 美元)\times\frac{60\ 天}{365\ 天}=1\ 378\ 美元$$

$$资本回报率=\frac{1\ 473\ 美元}{1\ 378\ 美元}\times100\%=107\ \%/年$$

无论是使用 20 世纪 60 年代末期的案例，还是 20 世纪七八十年代末期的案例，以及无论是考虑早期的低持有成本，还是考虑后期的高利率，很明显的是，对于专业人士而言，套利业务提供了丰厚的回报(参见表 3.1)。尽管可能出现损失(并且是高损失率——参见丘博保险公司/第一国民城市公司的结果)，很明显的是，我们在这里拥有专业人士参与的经典高回报、高风险的业务。

**表 3.1　　套利专业人士回报总结：1968～1981 年**

| | 税前资本年化回报率(%) |
|---|---|
| 早期 | |
| 科学数据系统公司/施乐公司 | 123 |
| 哈特福德火险公司/国际电话电报公司 | 43 |

[1] "折扣额"＝标的证券期权市场价值的 30%
＝0.30×130×54.125 美元
＝2 111 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| | 税前资本年化回报率(%) |
|---|---|
| Canada Dry 公司/麦考尔公司/亨特食品公司 | 32 |
| 爱弗释/华纳兰伯特制药 | 63 |
| 合金无限公司/普莱西有限公司 | 228 |
| 丘博保险公司/第一国民城市公司 | (286) |
| 后期 | |
| 新英格兰核集团/杜邦德内穆尔公司 | 49 |
| 瑞恩电气/埃克森 | 267 |
| 美联信金融公司/美国无线电公司 | 110 |
| 理查森—梅里尔/陶氏化学 | 258 |
| 20 世纪福克斯电影公司/联合电视公司 | 110 |
| 犹他国际/通用电气(无期权) | 95 |
| 犹他国际/通用电气(含期权) | 107 |

资料来源：第三章。

最后，回顾新英格兰核集团/杜邦德内穆尔公司案例颇具启迪意义，针对个人套利者和专业机构分别计算出结果，个人套利者会获得 13%的回报率，该回报仅仅超过专业机构所获得回报率(49%)的$\frac{1}{4}$。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第四章 现金要约收购

## 1971 年前的情况

在 1968 年 5 月通过美国证券交易委员会的“卖空要约规则”之前，现金要约收购领域中的套利活动是套利群体严格的私人保护领域。[1] 该规则严格限制参与所有套利业务中利润最为丰厚并且明确成为最令人兴奋的环节。重要的是，理解套利者在该规则通过之前以及通过之后如何在这些活动中发挥作用，因为其差异不仅表现在套利者的损益表之中，更为重要的是，也会表现在市场上。

除其他事项外，该规则所要做的就是禁止涉及要约或者提供套利者并没有实际购买证券的“卖空要约”操作。在卖空要约过程中，套利者并不会“做多”——从法律意义上来讲——他为了接受特定现金要约收购而要约收购的部分或全部证券。“卖空要约”假设现金要约收购中对现金的战略重要性低于所有公司发行在外的普通股。卖空要约的能力是一种套利者为了保护自己利润并降低其价格风险所需要的对冲，与在并购套利中通过卖空完成的方式极其相似。要约卖空可以通过两种不同的方式完成。首先，如果必需的转递备忘录不需要

〔1〕 规则和条例，1934 年《证券交易委员会法案》第 10 条 b.4，“证券卖空要约规则”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实物证券匹配，套利者就可以在转递备忘录中提交“承诺要约”的签字确认。这是套利者对收购公司的保证，在“新郎”公司要求实物交割之后，他将在不晚于规定的营业日对其要约收购的证券按比例进行实物交割。其次，如果实物证券必须匹配转递备忘录，套利者就可以借入证券并且进行同样的要约收购。

我们假设，Y 出价每股 90 美元收购300 000股 X，其中 X 外部流通股份为 100 万股。在要约宣布之前，X 的交易价格为每股 60 美元，但是宣布之后，套利者将股价推升到 85 美元(非常典型的事件)。如果某人以 85 美元买入 X 并且为了获得 90 美元的价格而把它们转换成 Y，并且所有流通在外的900 000股 X 都被转换，那么按比例计算，只有其要约的 33%才会获得 90 美元价格，其余 66%只能在市场中出售，大概与宣布前的价格相差无几，比如说是 60 美元。该交易的结果就是 33%的股份每股获得 5 美元收益，而 66%的股份每股损失 15 美元，每股净损失为 8.25 美元。

在相同的情况下，该套利者会以 85 美元买入 100 股 X，但是会向 Y 公司提供 300 股 X，其结果就是，套利者在 X 的实际多头头寸就会完全被接受。因此，通过要约卖空——或者说过度要约——200 股 X，套利者可以每股获得净利 5 美元。他之所以能够做到这一点，其原因是允许他为每股 X 支付 85 美元。今天，他无法“卖空要约”的事实导致他为 X 支付的价格大幅降低。

在现金要约收购过程中，诱发套利者卖空特定数量股票要约的计算类似于之前所描述的计算，通常情况下，计算非常烦琐。再次参考上文所引用的案例，他必须确定如下因素：

1. 大量重要的内部人和持股机构，或许未必会遵从该要约收购；
2. Y 已经持有大量股份；
3. 由于要约启动而被套利团体买入 X 的数量；
4. 公众持有股票的数量；
5. 可能会被清偿的公众股百分比；
6. 在要约条件下出价者所接受的实际股份总量；
7. 套利团体会卖空要约的股票数量。

上述每一条都可以被认为是持续易变的变量，甚至直到该要约收购的最后一分钟。然而，作为套利者工作的组成部分，他大概会估计上述每一条内容。让我们从以上内容中提取出影响因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一，通常情况下，通过联系主要的大宗股票并且询问其持有者是否愿意接受要约报价，就能够确定“静态”的大宗股票。[1] 第二，正常情况下，Y 会揭示其吸纳的头寸筹码，并且该要约正式出台后，很少会增加。第三，自要约宣布之日起，套利团体的头寸大约是 X 所有日交易量的总和。毕竟，只有套利者才有能力支付如此高的市场价格（之后它们可以对冲）。第四，当时公众持有的股票数量可以通过如下方式进行计算：

$$\text{流通在外的总股份} - \text{静态大宗股票} - \text{Y 已经持有的大宗股票} - \text{套利团体买入的数量}$$

第五，通过向大经纪公司调查其总客户头寸中有多大百分比会接受该要约，就可以计算出公众要约买入数量的近似值。之后，将不同的百分比进行平均。第六，确定真实接受 Y 要约收购的股份数量是一个与人性相关的问题，一只眼睛盯着资金成本，另一只眼睛盯着其可用性。通常情况下，问题就在于，“新郎”公司要求要约收购某一特定数量的股份，然而也会有一种可能，如果这些条件得到满足，它可能接受的股份数量会超过该数量。因此，套利者必须假设，基于公司的实际现金状况、信贷额度以及资金成本，要么 Y 会接受特定的数量，要么它会接受更多的数量。如果总体感觉是超过可接受的最低限度，那么为了获得额外数量的大体想法，套利者必须依靠自己与银行界的接触沟通。第七，套利团体成员会通知其自己的个人要约卖空计划的对手方，以便套利智能网络可以联合起来形成共识。

我们假设，在实际情况下，套利者能够确定：(1)公众持有700 000股；(2)要约收购600 000股；(3)套利团体已经买入500 000股；(4)共同计划要约卖空额外的150 000股；(5)Y 只会接受300 000股。因此，共计有900 000股被要约收购，分配比例为 $33\frac{1}{3}\%$。如果讨论中的套利者自己已经买入5 000股，他就会安排要约收购的总量为15 000股。

在类似的情况下，事情可能会变糟的典型案例是，1966 年 8 月，由于法兰西巴黎银行(Banque de Panri，日内瓦)现金要约收购哥伦比亚电影公司。当前，该要约为流通在外的1 966 000股中的350 000股提出了每股 33.50 美元的报价。哥伦比亚电影公司的股票在要约之前的交易价格一直低于 20 美元。

---

[1] 通常情况下，这项任务是简化的，原因在于，除非不正常的忠诚问题，机构对于现金要约的反应方式往往是类似的。无论哪种方式，通常都会产生共识性行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于要约收购临近期满,套利团体获得了如下信息:

(1)静态大宗股票总额为733 000股。

(2)套利团体已经买入约300 000股。

(3)公众持有933 000股,其中 25%会被收购;或者说,230 000股会被收购。

(4)套利团体计划卖空要约200 000股。

因此,如果法兰西巴黎银行只准备接受预先确定的350 000股,那么就很容易计算出,大约会要约买入730 000股,并且会有 47%的接受比例。然而,就在最后一刻,谣言开始在华尔街散布,法兰西银行接受的股份会远远大于规定的350 000股,实际上这让精确的计算陷入了危险境地。就在这个紧要关头,法兰西巴黎银行当地代表和要约代理机构发布了书面声明,表示绝对不可能接受超过该要约确定的350 000股股份。

后果就是产生了套利者们都想忘却的一段经历。共有650 000股要约收购,并且所有650 000股全被接受了！因此,套利者们卖空了200 000股,他们已经有效地要约卖空了这些股份。因此,他们买入的价格区间为 29～31 美元,加上其被接受要约卖空价格 33.50 美元;但是空头头寸必须回补的价格区间为 38～40 美元。

就是在凌—特姆科—沃特公司(Ling-Temco-Vough,LTV)要约收购琼斯 & 劳克林钢铁公司(Jones & Laughlin Steel)63%股份期间,美国证券交易委员会通过了其“卖空要约规则”。该要约为每股 85 美元。[1] 琼斯 & 劳克林钢铁公司在该要约前的交易价格一直在 50 美元。消息公布后,该股价迅速上涨到了 78 美元,因为套利者开始了其复杂的卖空要约计算。在交易过程中,它通过道—琼斯通信社宣布,该“规则”已经被有效地通过了,这在套利团体中产生了轻微的震动,琼斯 & 劳克林钢铁公司股价回落到了 74～75 美元。套利者被迫迅速寻找一种新的方法来对冲其在现金要约收购中的多头头寸,否则将面临严重损失。对于那些之前可以依靠卖空要约的股份数量,一些套利者诉诸买入看跌期权的方法,另外一些套利者尝试卖空其卖空要约头寸的等价证券。但是美国证券交易委员会规定,只有净多头头寸才能进行清偿。那些因此无法买入看跌期权——并且只有数量有限的琼斯 & 劳克林钢铁公司看跌期权供给的套利

[1] 由于保罗里维尔公司(Paul Revere Corp.)对富高公司(Avco Corp)的部分要约收购中,相比外部流通股来讲,它要约了更多的富高股份,美国证券交易委员会促使采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者——不得不依靠琼斯 & 劳克林钢铁公司的二级市场，这是非常危险的。然而，幸运的是，在这种情况下，7 024 000股股票被收购，导致其接受比例为71.3%，这是非常高的比例。套利团体的头寸差额——在该要约条件下没有被接受的股份——被投放到市场中。这里，套利团体再次被幸运女神眷顾，因为受到 LTV 公司非常迫切地收购琼斯 & 劳克林钢铁公司剩余股份谣言的推动，该股票再次开盘的价格为 62 美元。因此，为其股票支付 75 美元的套利者，有 71.3%的头寸以 85 美元的价格被接受，并且在该要约到期后，差额股份以 62 美元的价格售出，这使得其获得的整体利润为每股 3.4 美元。

套利者现在被迫在二级市场受各种因素摆布的事实，解释了在按比例分配的现金要约收购中价差为何如何之高。美国证券交易委员会无疑试图通过"卖空要约规则"来保护公众，但是，现在回想起来，取消这种做法可能是弊大于利。此前，私人投资者或者机构投资者拥有当套利团体在市场中高报价时卖出自己的或它的全部头寸的权利，而不必面临要约非接受部分到二级市场出售的风险。然而，现在，套利者的出价按比例降低，并且良好的交易的流动性也较差。

然而，人们在按比例的现金要约收购期间，也并不是对保护自己的头寸毫无准备。尽管 10b-4 规则会由美国证券交易委员会根据"净多头头寸"的含义而不断改变其解释，目前似乎为美国证券交易委员会接受的解释是，投资者可以选择下面的替代品或者任意组合：

(1)卖空目标公司的股票，在完成其多头头寸的不可撤销买入后，他可以借入这些股票。这是极其困难的，因为大多数外部流通股通常情况下会被收购，并且几乎没有人愿意为这种目的借出股票。由于无法获得亏空的股票，所以这种选择具有很大的局限性。

(2)人们可以在其买入股票之前或之后沽出(卖出)看涨期权。这种合约的沽出(卖出)并不会减少股票的数量，在计算其持有者是否是目标公司股票的"净多头"过程中，可能会买入这些股票。然而，不可撤销出价会导致无法回补之前可回补的沽出头寸。因此，期权沽出者可能需要满足分配通知的条件，要么通过交付其他持有或借入的股票，要么通过公开市场以当前市场价格进行购买。

(3)除了卖出看涨期权，人们还可以买入看跌期权，以尽量防止上述二级市场上目标公司股价的变化。

无论人们在保护头寸时利用上述组合中的哪一种，选择都可以归结为可采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用哪一种保险以及采用什么样的价格问题。在这方面的经验是这样的，就像人们在保险单中寻求保费一样，人们发现，用期权来保护投资头寸的代价也可能非常高昂。

## 20 世纪 70 年代末 80 年代初的现金收购浪潮

### 简　介

我们在 20 世纪 60 年代收购期间偶尔会看到现金收购，它们中大部分要么是现金并购，要么是友好协商基础上提出的要约收购。

然而，1974 年 7 月，一个新的时代诞生了。当时，国际镍业（Inco）为购买 ESB 公司[原先的电子蓄电池公司（Electronic Storage Battery Company）]而提出了一个惊人的报价。这个被称为“周六晚间特别收购”（Saturday Night Special）的概念，主要是摩根士丹利公司的投资公司设计的，旨在通过直接向股东提出报价而绕过顽固的董事会成员。这被解释为，目标“新娘”公司的股东必须对这种报价给予快速回复，希望具有攻击性的“新郎”公司会快速偷偷得到“新娘”公司的控股权。因此，诞生了“敌意要约收购”。最终，联合技术公司（United Technologies）出现，成为国际镍业公司的竞购对手，但是后者将其财务力量发挥到了极致，以先发制人的报价，最终赢得了当时不太情愿的“新娘”公司。

对这种敌意要约收购的一种变化就是被称为“熊抱”（Bear Hug）的接管策略。通常情况下，目标公司并不会透露它获得了未来“新郎”公司的报价并且会通过无所作为的方法来扼杀这种报价的事实。这里，在最引人注目的安德逊·克莱顿公司（Anderson Clayton）报价收购嘉宝婴儿食品公司（Gerber Baby Foods）过程中，摩根士丹利决定通过公开宣布报价并表明其希望进行报价的友好谈判，迫使嘉宝公司管理层做出回应，进而强迫其马上做出决定。不幸的是，对于嘉宝婴儿食品公司的股东而言，这种要约从来没有实现，因为它与法院联系在了一起，在很长一段时间内处于国家收购状态。

下面所举的案例是这些“周六晚间特别收购”的直接后果，并且最终每一个目标公司都得到了必要的援助，同时最终被“白衣骑士”所挽救。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 巴布考克和威尔科克斯公司/麦克德莫特公司/联合技术公司——并购年表(所有信息来源于1978年2月22日发布的招股说明书及联合代理声明)

1977年3月28日　联合技术公司计划对任何所有股份报价每股42美元。

1977年4月4日　巴布考克和威尔科克斯公司拒绝联合技术公司提议。

1977年4月6日　麦克德莫特公司购买1 205 600股巴布考克和威尔科克斯股票。

1977年5月13日　公开市场交易(每股在39.75～45.125美元)。

1977年8月5日　联合技术补偿性报价至每股48美元。

1977年8月10日　麦克德莫特公司为4 300 000股建议每股50美元。

1977年8月14日　巴布考克和威尔科克斯公司建议麦克德莫特公司对股东发出要约。

1977年8月18日　联合技术补偿性报价至每股55美元。

1977年8月19日　麦克德莫特公司提高报价至每股60美元。

1977年8月23日　联合技术提高报价到每股58.50美元。

麦克德莫特公司提高报价到每股62.50美元。

1977年8月25日　麦克德莫特公司提出补偿性报价，宣布为巴布考克和威尔科克斯每股提供2.50美元的特殊股息，向卖出股东支付，并且把即将购买的股票数量增加到4 800 000股。

1977年8月25日　联合技术公司终止其报价。

1977年9月16日　麦克德莫特公司拥有49%的巴布考克和威尔科克斯外部流通股。

1977年12月2日　麦克德莫特公司发布关于联合技术有意收购麦克德莫特公司的新闻。

1977年12月8日　宣布巴布考克和威尔科克斯—麦克德莫特公司合并条款。

1978年3月30日　股东批准合并生效日为1978年3月31日，收盘价为$23\frac{3}{4}$美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



A. 平价计算

条件:1 股巴布考克和威尔科克斯公司(34.5 美元)=对于4 800 000股巴布考克和威尔科克斯普通股(39%)每股 62.50 美元,并且对于剩余股份,给予 1 股 2.20 美元可转换优先股加上 1 股 2.60 美元优先股。

总价差:

对于报价: (0.52)(62.5—34.5)

对于卖出: (0.48)(56—34.5)

24.88 美元

B. 实际应用

(1)建立头寸:以 34 $\frac{1}{2}$ 美元买入建立 100 股巴布考克和威尔科克斯多头头寸。

(2)建立头寸日期:1977 年 3 月 29 日。

(3)购买出价股份日期:1977 年 9 月 16 日。

(4)52 股收到现金日期:1977 年 9 月 26 日。

(5)卖出 48 股日期:1977 年 9 月 16 日。

(6)并购完成日期:1981 年 3 月 30 日。

(7)证券转换生效日期:1981 年 3 月 31 日。

(8)净价差:

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 2 488 美元 | 总价差 | | | | |
| (95) | 利息成本(3 450 美元 171 天 5.9%) | | | | |
| (2) | 利息成本(1 176 美元 10 天 6.5%) | | | | |
| 325 | 多头头寸股息 | 0.375 美元 | 交换 | 6 月 6 日 |
| 2 716 美元 | 净价差 | 0.375 美元 | 日期 | 9 月 6 日 |

(9)年化资本回报率:

(a)平均财务状况的声明——1977 年 3 月 29 日～9 月 16 日

资产

100 股巴布考克和威尔科克斯公司(多头)………… 3 450 美元

负债与资本

银行借款 ……………………………………………… 3 083 美元

15%“折扣率”……………………………………………… 367

3 450 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(b)平均财务状况的声明——1977 年 9 月 16 日～9 月 26 日

资产

买入 52 股巴布考克和威尔科克斯公司 …………… 1 794 美元

负债与资本

银行借款 ……………………………………………… 1 794 美元

所使用的平均资本：

$$\frac{171\text{天}}{365\text{天}}\times 3\ 083\text{美元}=\frac{10\text{天}}{365\text{天}}\times 1\ 794\text{美元}=1\ 493\text{美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{2\ 716\text{美元}}{1\ 493\text{美元}}\times 100\%=182\ \%/\text{年(税前)}$$

## 碳化硅公司(Carborundum)/肯尼科特·伊顿(Kennecott Eaton)每股 47 美元报价

1977 年 11 月 16 日　肯尼科特铜业公司(Kennecott Copper Corp.)提出每股 66 美元报价(价值 5.67 亿美元)。伊顿退出竞购。

1977 年 11 月 17 日　肯尼科特和碳化硅董事会批准现金收购。

1977 年 11 月 25 日　肯尼科特遭遇股东诉讼。

1977 年 12 月 6 日　为得到初步禁令的股东行动被否决。

1977 年 12 月 19 日　纽约州上诉委员会取消现金收购。

## 碳化硅公司/肯尼科特铜业公司

A. 平价计算

条件：1 股碳化硅公司($62\frac{1}{2}$美元)＝所有出价均为 66 美元

总价差：3.5 美元

B. 实际应用

(1)建立头寸：以 62 美元买入 100 股碳化硅公司股票。

(2)建立头寸日期：1977 年 11 月 17 日。

(3)股份出价日期：1977 年 12 月 12 日。

(4)收到支付日期：1977 年 12 月 28 日。

(5)投入总时间：41 天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(6)净价差：

| | |
|---|---|
| 3.50 美元 | 总价差 |
| 0.51 | 利息成本(6 250 美元 41 天 7.25%) |
| 0 | 股息 |
| 2.99 美元 | 净价差 |

(7)年化资本回报率

(a)平均财务状况的声明——1977 年 11 月 17 日～12 月 28 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 100 股碳化硅公司(多头) | 6 250 美元 |
| 负债与资本 | |
| 银行借款 | 5 312 美元 |
| 15%“折扣率”[1] | 938 |
| | 6 250 美元 |

所使用的平均资本：

$$\frac{41\text{天}}{365\text{天}}\times 938\text{美元}=105\text{美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{299\text{美元}}{105\text{美元}}\times 100\%=284\%/\text{年(税前)}$$

## 罗萨里奥(Rosario)/安迈信(Amax)

1979 年 10 月 23 日　安迈信公司和罗萨里奥资源公司原则上同意以每股 55 美元收购 49%股份的并购要约。

1979 年 11 月 8 日　条款更改为 20%的外部流通股报价每股 55 元，其余部分为 0.55 股 9.30 美元可转换优先股。

1979 年 11 月 29 日　签署最终协议。

1979 年 12 月 24 日　联邦贸易委员会要求额外信息——自信息提供日起延迟 20 天。

1980 年 1 月 11 日　哈德逊湾金属矿业公司(Hudson Bay Mining & Smelting)为所有股份报价为每股 65 美元；对安迈信的报价 4.03 亿美元 vs.3.41 亿美

[1] 标准紧急条款允许在股份购买或支付日期之前撤销要约，因此必须使用“折扣”，直到收到款项为止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元。到最后期限 1980 年 1 月 16 日，必须发起要约收购，或撤回要约，这是最近《证券交易法案》颁布的新规定。

1980 年 1 月 18 日　安迈信的协议被罗萨里奥资源公司终止。相对于哈得逊湾公司提出的每股 65 美元报价，罗萨里奥的股价上涨到每股 71 美元。

1980 年 2 月 4 日　安迈信宣布收购了罗萨里奥外部流通股的 37%。

1980 年 2 月 5 日　安迈信与罗萨里奥签署价值达 4.65 亿美元的新协议。

1980 年 2 月 8 日　安迈信董事会批准协议，1 股罗萨里奥＝1.376 15股安迈信。

A. 平价计算

条件：1 股罗萨里奥资源公司(47 美元)以 57 美元卖出

1 股罗萨里奥资源公司(56 美元)＝1.376 15股安迈信(43 美元)

总价差：

$$(57-47)+[(1.376\ 15)(43)-(56)]=13.174\ 45(\text{美元})$$

B. 实际应用

(1)建立头寸：以 47 美元买入 100 股罗萨里奥资源公司。

(2)建立头寸日期：1979 年 10 月 23 日。

(3)以 57 美元卖出股票。

(4)卖出日期：1980 年 1 月 10 日。

(5)建立头寸：以 47 美元买入 100 股罗萨里奥资源公司。

以 43 美元卖出 137.6 股安迈信。

(6)建立头寸日期：1980 年 3 月 22 日。

(7)并购完成及转换生效日期：1980 年 4 月 10 日。

(8)投入总时间：[(4)－(2)]＋[(6)－(5)]＝98(天)。

(9)净价差：

| | |
|---|---|
| 1 317 美元 | 总价差 |
| (158) | 利息成本(4 700 美元 79 天 15.5%) |
| (55) | 利息成本(5 600 美元 19 天 18.7%) |
| 45 | 股息 |
| 1 149 美元 | 净价差 |

(10)年化资本回报率：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(a)平均财务状况的声明——1979 年 10 月 23 日～1980 年 1 月 10 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股罗萨里奥资源公司(多头) | | 4 700 美元 |
| 负债与资本 | | |
| 银行存款 | | 3 995 美元 |
| 15%“折扣率” | | 705 |
| | | 4 700 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1980 年 3 月 22 日～4 月 10 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股罗萨里奥资源公司(多头) | | 4 700 美元 |
| 负债与资本 | | |
| 137.6 股安迈信空头 | 5 917 美元 | |
| 减去 137.6 股安迈信(借入) | (5 917 美元) | 0 |
| 银行借款 | | 2 925 美元 |
| 30%“折扣率” | | 1 775 |
| | | 4 700 美元 |

所使用的平均资本：

$$\frac{79\ 天}{365\ 天}\times 705\ 美元=\frac{19\ 天}{365\ 天}1\ 775\ 美元=245\ 美元$$

$$资本回报率=\frac{1\ 149\ 美元}{245\ 美元}\times 100\%=469\%$$

## 华纳斯瓦西(Warner Swasey)/奔迪克斯(Bendix)/多米诺桥(Dominion Bridge)

1979 年 10 月 23 日　多米诺桥公司计划向华纳斯瓦西公司收购要约每股 57 美元——价值 2 亿美元。

1979 年 10 月 24 日　当天要约备案(1979 年 10 月 24 日)。

1979 年 11 月 9 日　联邦贸易委员会要求提供额外信息。

1979 年 11 月 13 日　奔迪克斯计划以每股 70 美元要约收购 56%的外部流通股——为每股剩余的华纳斯瓦西普通股支付 2 股可转换优先股。

1979 年 12 月 17 日　1979 年 12 月 14 日，多米诺桥提高现金收购报价到每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股 75 美元。5 小时后奔迪克斯提高报价到每股 83 美元,并且把优先股的流动价值由每股 35 美元提高到 41.50 美元。

1979 年 12 月 28 日　联邦贸易委员会要求奔迪克斯提供额外信息。

1980 年 1 月 22 日　奔迪克斯满足了美国联邦贸易委员会的信息要求,预计交易于 1980 年 4 月完成。

1980 年 1 月 28 日　根据与美国联邦贸易委员会达成的协议,奔迪克斯推迟到 1980 年 2 月 5 日购买华纳斯瓦西股份。

1980 年 2 月 5 日　奔迪克斯与美国联邦贸易委员会的工作人员达成协议。

1980 年 3 月 10 日　股东批准与华纳斯瓦西的并购生效日期为 1980 年 4 月 1 日。

A. 平价计算

条件:1 股华纳斯瓦西(54 美元) = 45%外部流通股每股 83 美元。剩余的华纳斯瓦西股份,每股=2 股奔迪克斯 B $9\frac{3}{4}$%累积可转换优先股(38 美元),转换为 0.768 股奔迪克斯普通股(54 美元)。

总价差:

报价价差=0.69×(83 美元－54 美元)=20.01 美元

奔迪克斯普通股价差=0.47×(54 美元－51 美元)=1.41 美元

华纳斯瓦西和奔迪克斯优先股价差=0.69 美元×83 美元－0.31 美元×54 美元=9.48 美元[1]

总价差=30.90 美元

B. 实际应用

(1)建立头寸:以 54 美元买入 100 股华纳斯瓦西股票。

(2)建立头寸日期:1979 年 11 月 15 日。

(3)股份购买日期:1979 年 12 月 18 日。

(4)收到 69 股现金日期:1980 年 2 月 8 日。

(5)建立头寸日期:以 54 美元做空 47 股奔迪克斯。

(6)建立头寸日期:1980 年 1 月 15 日。

---

[1] 原文如此,疑有误。—译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(7)回补头寸:以 51 美元买入 47 股奔迪克斯。

(8)回补日期:1980 年 2 月 19 日。

(9)建立头寸:以 38 美元买入 62 股奔迪克斯优先股(W/I)。

(10)建立头寸日期:1980 年 4 月 3 日。

(11)并购完成日期:1980 年 3 月 18 日。

(12)转换生效日期:1980 年 4 月 1 日。

(13)净价差:

| | |
|---|---|
| 3 090 美元 | 总价差 |
| (191.40) | 利息成本(5 400 美元 85 天 15.22%) |
| (38.34) | 利息成本(1 674 美元 55 天 15.20%) |
| 14 | 华纳斯瓦西股息 |
| 0 | 奔迪克斯股息 |
| 2 874 美元 | 净价差 |

(14)年化资本回报率:

(a)平均财务状况的声明——1979 年 11 月 15 日～12 月 31 日

| | |
|---|---|
| **资产** | |
| 100 股华纳斯瓦西(多头) | 5 400 美元 |
| **负债和资本** | |
| 银行借款 | 4 590 美元 |
| 15%"折扣率" | 810 |
| | 5 400 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1979 年 12 月 31 日～1980 年 1 月 15 日

| | |
|---|---|
| **资产** | |
| 要约收购中被接受 69 股华纳斯瓦西 | 3 726 美元 |
| 31 股华纳斯瓦西(多头) | 1 674 |
| **负债和资本** | |
| 银行借款 | 4 590 美元 |
| 15%"折扣率" | 810 |
| | 5 400 美元 |

(c)平均财务状况的声明——1980 年 1 月 15 日～2 月 8 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资产

| | | |
|---|---|---|
| 要约收购中被接受69股华纳斯瓦西 | | 3 726 美元 |
| 31股华纳斯瓦西(多头) | | 1 674 |
| | | 5 400 美元 |

负债和资本

| | | |
|---|---|---|
| 47股奔迪克斯(空头) | 2 538 美元 | |
| 减去47股奔迪克斯(借入) | (2 538 美元) | 0 |
| 银行借款 | | 4 234 美元 |
| 折扣率[1] | | 1 166 |
| | | 5 400 美元 |

(d)平均财务状况的声明——1980年2月8日～2月19日

资产

| | | |
|---|---|---|
| 31股华纳斯瓦西(多头) | | 1 674 美元 |

负债和资本

| | | |
|---|---|---|
| 47股奔迪克斯(空头) | 2 538 美元 | |
| 减去47股奔迪克斯(借入) | (2 538 美元) | 0 |
| 银行借款 | | 913 |
| 30%“折扣率”(空头头寸) | | 761 |
| | | 1 674 美元 |

(e)平均财务状况的声明——1980年2月19日～4月1日

资产

| | | |
|---|---|---|
| 31股华纳斯瓦西(多头) | | 1 674 美元 |

负债和资本

| | | |
|---|---|---|
| 银行借款 | | 1 423 美元 |
| 15%“折扣率” | | 251 |
| | | 1 674 美元 |

(f)平均财务状况的声明——1980年4月1日～4月3日

资产

[1] 折扣额=(5 400美元×0.15)+0.306[(2 538−(0.25)(5 400)]=1 166 vs. 5 400
0.30=1 600(美元)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 62 股奔迪克斯优先股 W/I ………………………… | 2 356 美元 |
| 负债和资本 | |
| 银行借款 ………………………………………… | 2 003 美元 |
| "折扣率"……………………………………………… | 353 |
| | 2 356 美元 |

所使用的平均资本：

$$\frac{61\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 810\text{ 美元}+\frac{24\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 1\ 166\text{ 美元}+\frac{11\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 761\text{ 美元}$$

$$+\frac{42\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 251\text{ 美元}+353\text{ 美元}\frac{2\text{ 天}}{365\text{ 天}}=266(\text{美元})$$

$$\text{资本回报率}=\frac{2\ 874\text{ 美元}}{266\text{ 美元}}\times 100\%=1\ 080\%/\text{年(税前)}$$

## 普尔曼/维尔贝莱特弗莱 /J. 雷·麦克德莫特公司(J.Ray McDermott)

1980 年 7 月 1 日　J. 雷·麦克德莫特宣布计划以每股 28 美元要约收购 2 000 000股。

1980 年 7 月 18 日　美国司法部要求额外信息。

1980 年 8 月 22 日　普尔曼接受维尔贝莱特弗莱公司开出的 9 月 19 日到期 200 万股普通股每股 43 美元的并购要约。

1980 年 8 月 29 日　J. 雷·麦克德莫特公司代理人把要约提高到每股 43.50 美元。

1980 年 9 月 4 日　维尔贝莱特弗莱和普尔曼董事会批准并购要约，为 300 万股支付每股 52.50 美元，并且为余下的旨在反对 J. 雷·麦克德莫特公司最新报价的临时禁令支付 1.1 万股维尔贝莱特普通股。

1980 年 9 月 8 日　J. 雷·麦克德莫特公司将要约延期 2 周。

1980 年 9 月 11 日　J. 雷·麦克德莫特公司修改报价，包括 51%的普尔曼普通股。

1980 年 9 月 16 日　司法部批准维尔贝莱特弗莱公司的收购。

1980 年 9 月 22 日　联邦地区法官裁定维尔贝莱特弗莱修正要约需要延期到 10 月 17 日。维尔贝莱特弗莱已经拟定到 9 月 19 日买入 730 万股。9 月 19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日,J. 雷·麦克德莫特公司把报价格提高到 54 美元。

1980 年 9 月 23 日　J. 雷·麦克德莫特公司响应法院命令,把 54 美元报价延期到 10 月 17 日。

1980 年 9 月 25 日　J. 雷·麦克德莫特公司摆脱了联邦上诉法院的违反《反垄断法》诉讼

1980 年 9 月 25 日　代理人——上诉法院——撤销反对终止维尔贝莱特弗莱要约的临时禁令,允许其收购5 500 000股。

## 普尔曼/维尔贝莱特弗莱

A. 平价计算

条件:1 股普尔曼(47 美元)=49.3%的普尔曼外部流通股每股 52.5 美元[1]

1 股普尔曼(47 美元)=剩余部分 1.1 股维尔贝莱特弗莱(46 美元)

平价:46×1.1=50.0(美元)

总价差:

要约方面　　0.74(52.5－47)=4.07(美元)

转换方面　　0.26(50.6－52.5)=(0.49)

　　　　　　3.58 美元

B. 实际应用

(1)建立头寸:以 47 美元买入 100 股普尔曼。

(2)建立头寸日期:1980 年 9 月 10 日。

(3)要约所接受的股份:74 股。

(4)要约日期:1980 年 9 月 19 日。

(5)获得收益日期:1980 年 9 月 13 日。

(6)建立头寸:以 46 美元卖出 28.6 股维尔贝莱特弗莱(空头)。

(7)建立头寸日期:1980 年 9 月 30 日。

(8)并购完成日期:1980 年 11 月 6 日。

(9)转换生效日期:1980 年 11 月 6 日。

---

[1] 有要约收购5 400 000股的条件。连续单独要约群体阻止后来者获得现金,并且保证这些人已经处于获得现金的群体中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(10)投入总时间:[(9)—(12)]=57 天。

(11)净价差:

| | |
|---|---|
| 358 美元 | 总价差 |
| (29) | 利息成本(4 700 美元 20 天 11.4%) |
| (18) | 利息成本(1 222 美元 37 天 14.7%) |
| (10) | 空头股息(10 月 17 日记录为 0.35) |
| 301 美元 | 净价差 |

(12)年化资本回报率:

(a)平均财务状况的声明——1980 年 9 月 10 日～9 月 19 日

| | |
|---|---|
| **资产** | |
| 100 股普尔曼(多头) | 4 700 美元 |
| **负债与资本** | |
| 银行借款 | 3 995 美元 |
| 15%"折扣率" | 705 |
| | 4 700 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1980 年 9 月 19 日～9 月 30 日

| | |
|---|---|
| **资产** | |
| 74 股要约的普尔曼 | 3 478 美元 |
| 26 股普尔曼(多头) | 1 222 |
| | 4 700 美元 |
| **负债与资本** | |
| 银行借款 | 3 995 美元 |
| 15%"折扣率" | 705 |
| | 4 700 美元 |

(c)平均财务状况的声明——1980 年 9 月 30 日～11 月 6 日

| | |
|---|---|
| **资产** | |
| 26 股普尔曼(多头) | 1 222美元 |
| **负债与资本** | |
| 28.6 股维尔贝莱特弗莱(空头) | 1 316 美元 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



减去 28.6 股维尔贝莱特弗莱(借入)

(1 316)……………………0

银行借款……………………………………………… 827

30%“折扣率”………………………………………… 395

1 222 美元

所使用的平均资本：

$$\frac{20\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 705\text{ 美元}+\frac{37\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 395\text{ 美元}=79\text{ 美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{301\text{ 美元}}{79\text{ 美元}}\times 100\%=381\ \%/\text{年(税前)}$$

## 利吉特迈耶斯(Liggett Meyers)/大都会酒店(Grand Metropolitan Hotels)/标牌公司(Standard Brands)

1980 年 3 月 26 日　消息披露大都会在 12 月对利吉特 4.4%股票已经加倍。

1980 年 3 月 26 日　南卡罗来纳州法官发出临时限令，禁止大都会酒店买入更多股票。

1980 年 4 月 3 日　限令延期。

1980 年 4 月 15 日　大都会酒店希望在 1980 年 4 月 21 日开始报价每股 50 美元。价值 4.15 亿美元——对于 7%的优先股每股 67.50 美元，对于 5.25 美元可转换优先股每股 114.94 美元。

1980 年 4 月 21 日　大都会酒店正式报价。截止日期：1980 年 5 月 15 日。撤销日期：1980 年 5 月 12 日。

1980 年 4 月 22 日　临时限令。

1980 年 4 月 23 日　利吉特迈耶斯拟向保乐力加公司(Pernod Ricard)出售巴黎奥斯丁尼科尔斯公司(Austin Nichols & Co.)，售价9 750万美元。

1980 年 5 月 1 日　利吉特迈耶斯与不愿透露名称的意向公司进行了要约收购的友好讨论。

1980 年 5 月 7 日　标牌公司提出，对 45%的利吉特迈耶斯股份给予每股 65 美元报价，价值 5.65 亿美元。对于剩余股份，5.80 美元可转换股票加上 7%优先股每股 70 美元。

1980 年 5 月 9 日　种种迹象表明大都会酒店会提高报价——告诉南卡罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来纳州法官如果明确法律推迟，将会考虑更高的报价。

1980 年 5 月 12 日　标牌公司确定正式撤销日期 1980 年 5 月 16 日。

1980 年 5 月 13 日　大都会酒店子公司要约确定正式撤销日期 1980 年 5 月 28 日。

1980 年 5 月 15 日　大都会酒店提高报价，每股普通股 69 美元，5.25%可转换优先股每股 158.62 美元，并且 7%优先股每股 70 美元。

1980 年 5 月 15 日　标牌公司撤销报价。

## 利吉特迈耶斯/大都会酒店

A.平价计算

条件：1 股利吉特迈耶斯(43 美元)＝69 美元

总价差：26 美元

B.实际应用

(1)建立头寸：以 43 美元买入 100 股利吉特迈耶斯。

(2)建立头寸日期：1980 年 4 月 21 日。

(3)股份要约日期：1980 年 5 月 23 日。

(4)收到收益日期：1980 年 5 月 30 日。

(5)投资总时间：39 天。

(6)净价差：

| | |
|---|---|
| 2 600 美元 | 总价差 |
| (71) | 利息成本(4 300 美元 39 天 15.5%) |
| 62 | 股息(5 月 15 日记录 0.625 美元) |
| 2 591 美元 | 净价差 |

(7)年化资本回报率：

(a)平均财务状况的声明——1980 年 4 月 21 日～5 月 23 日

资产

100 股利吉特迈耶斯(多头)…………………………… 4 300 美元

负债与资本

银行借款 ……………………………………………… 3 655 美元

15%“折扣率”………………………………………… 645

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4 300 美元

(b)平均财务状况的声明——1980 年 5 月 23 日～5 月 30 日

资产

100 股利吉特迈耶斯多头要约 ……………………… 4 300美元

负债与资本

银行借款 ……………………………………………… 3 655 美元

15%“折扣率”………………………………………… 645

4 300美元

所使用的平均资本：

$$\frac{39\text{ 天}}{365\text{ 天}}\times 645\text{ 美元}=69\text{ 美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{2\,591\text{ 美元}}{69\text{ 美元}}\times 100\%=3\,755\%/\text{年(税前)}$$

## 霍巴特(Hobart)/加拿大太平洋公司(Canadian Pacific)/卡夫食品

1980 年 12 月 6 日　加拿大太平洋公司为所有股票报价每股 23.50 美元，股票价值 3.8 亿美元。霍巴特在俄亥俄州联邦法院获得临时限令。

1981 年 1 月 8 日　霍巴特起诉加拿大太平洋公司，阻止其继续收购。诉讼依据：报价违反联邦证券法和美国联邦储备委员会规定。

1981 年 1 月 9 日　霍巴特寻找意向公司超越加拿大太平洋公司报价。

1981 年 2 月 17 日　证券交易委员会俄亥俄州分部批准加拿大太平洋公司报价。

1981 年 2 月 18 日　卡夫控股公司为所有股份报价每股 40 美元。价值 4.60 亿美元，撤销日期为 1981 年 3 月 12 日。

## 霍巴特/卡夫食品

A. 平价计算

条件：1 股霍巴特 $(31\frac{1}{2}$美元$)$ = 所有股票每股 40 美元

总价差＝40 美元－31.5 美元＝8.50 美元

B. 实际应用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(1)建立头寸:以 $31\frac{1}{2}$ 美元买入 100 股霍巴特。

(2)建立头寸日期:1980 年 12 月 15 日。

(3)股价要约日期:1981 年 3 月 4 日。

(4)获得收益日期:1981 年 3 月 16 日。

(5)投入总时间:91 天

(6)净价差:

| | |
|---|---|
| 850 美元 | 总价差 |
| (150) | 利息成本(3 150 美元 91 天 19.1%) |
| 33 | 股息 |
| 773 美元 | 净价差 |

(7)年化资本回报率:

(a)平均财务状况的声明——1980 年 12 月 15 日～1981 年 3 月 4 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 100 股霍巴特(多头) | 3 150 美元 |
| 负债与资本 | |
| 银行借款 | 2 677 美元 |
| “折扣率” | 473 |
| | 3 150 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1981 年 3 月 4 日～3 月 10 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 100 股霍巴特多头要约 | 3 150 美元 |
| 负债与资本 | |
| 银行借款 | 2 677 美元 |
| 15%“折扣率” | 473 |
| | 3 150 美元 |

所使用的平均资本:

$$\frac{91\text{天}}{365\text{天}}\times 473\text{美元}=117.9\text{美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{733\text{美元}}{118\text{美元}}\times 100\%=621\%$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 圣乔矿业(St.Joe Minerals)/施格兰(Seagrams)/福陆公司(Fluor Corp.)

1981年3月11日　施格兰公司出价每股45美元,总价值21.3亿美元。

1981年3月12日　圣乔矿业董事会于1981年3月11日拒绝施格兰报价。

1981年3月17日　圣乔矿业提出诉讼,以阻止施格兰报价。

1981年3月23日　圣乔矿业同意中止用以阻止施格兰要约收购的法院诉讼。该要约到期日为4月10日。

1981年3月30日　圣乔矿业接受斯洛普石油(Sulpetro)为灿德尔石油有限公司(Can Del Oil Ltd.)提出的5.499亿美元报价,圣乔矿业拥有该公司92%的股份。

1981年3月31日　福陆公司为45%的股票报价每股60美元——初步协议。

1981年4月4日　福陆公司提出正式报价,实行按比例收购,撤销日期为1981年4月24日。

1981年4月10日　施格兰撤回报价。

1981年5月5日　完成并购的第一部分工作,按比例接受78%的股票。

1981年8月3日　圣乔矿业股东批准并购,基础条件为每股圣乔折合1.2股福陆股票,生效日期为1981年8月3日。

## 圣乔矿业/福陆公司

A. 平价计算

条件:1股圣乔矿业($52\frac{3}{8}$美元)=45%的外部流通股每股60美元

1股圣乔矿业($52\frac{3}{8}$美元)=剩余部分为1.2股福陆公司股票($43\frac{1}{4}$美元)

价差:$0.78(60-52\frac{3}{8})$要约部分

$$\frac{+(0.1)(43\frac{1}{4})+(0.164)34-(0.22)(52\frac{3}{8})}{4.33\text{ 总价差}}\text{转换部分}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



B. 实际应用

(1)建立头寸:以 52 $\frac{3}{8}$ 美元买入 100 股圣乔矿业,以 43 $\frac{1}{4}$ 美元卖出 10 股福陆公司股票。

(2)建立头寸日期:1981 年 4 月 8 日。

(3)股份要约日期:1981 年 4 月 13 日。

(4)获得 78 股收益日期:1981 年 5 月 4 日。

(5)建立头寸:以 34 美元卖出 16.4 股福陆公司股票。

(6)建立头寸日期:1981 年 6 月 3 日。

(7)并购完成及生效日期:1981 年 8 月 3 日。

(8)投入总时间:117 天。

(9)净价差:

| | |
|---|---|
| 433 美元 | 总价差 |
| (135) | 利息成本(5 238 美元 26 天 16.5%+1 466 美元 91 天 20%) |
| 5 | 股息多头(0.225 美元)6 月 5 日记录 |
| (5) | 股息空头(0.26 美元)6 月 30 日记录 |
| 298 | 净价差 |

(10)年化资本回报率:

(a)平均财务状况的声明——1980 年 4 月 8 日~1981 年 5 月 4 日

| | | |
|---|---|---|
| 资产 | | |
| 100 股圣乔矿业(多头) | | 5 238 美元 |
| 负债与资本 | | |
| 10 股福陆(空头) | 432.5 美元 | |
| 减去 10 股福陆(借入) | (432.5) | 0 |
| 银行存款 | | 4 452 美元 |
| 多头 15%"折扣率" | | 786 |
| | | 5 238 美元 |

(b)平均财务状况的声明——1980 年 5 月 4 日~1981 年 6 月 3 日

| | |
|---|---|
| 资产 | |
| 28 股圣乔矿业(多头) | 1 467 美元 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



负债与资本

| | | |
|---|---|---|
| 10 股福陆(空头) | 433 美元 | |
| 减去 10 股福陆(借入) | (433) | 0 |
| 银行存款 | | 1 227 美元 |
| "折扣率"[1] | | 240 |
| | | 1 467 美元 |

(c)平均财务状况的声明——1980 年 6 月 3 日～1981 年 8 月 3 日

资产

| | | |
|---|---|---|
| 28 股圣乔矿业(多头) | | 1 467 美元 |

负债与资本

| | | |
|---|---|---|
| 26.4 股福陆(空头) | 898 美元 | |
| 减去 26.4 股福陆(借入) | (898) | 0 |
| 银行存款 | | 1 088 美元 |
| "折扣率"[2] | | 379 |
| | | 1 467 美元 |

所使用的平均资本：

$$\frac{26\text{天}}{365\text{天}}\times 786\text{美元}+\frac{30\text{天}}{365\text{天}}\times 240\text{美元}+\frac{61\text{天}}{365\text{天}}\times 379\text{美元}=139\text{美元}$$

$$\text{资本回报率}=\frac{298\text{美元}}{139\text{美元}}\times 100\%=214\%$$

人们比较当前时期内在现金要约收购中所获得的资本回报与并购套利中获得的回报(参见表 3.1)，很明显，要约收购为专业套利者提供了显著的更高回报(比较表 4.1)。这也解释了在 20 世纪 70 年代末 80 年代初这种与套利相关的活动以及参与风险套利不断扩散的原因。

**表 4.1　　1974～1981 年现金并购套利回报对比**

| | 税前资本年回报率(%) |
|---|---|
| 巴布考克和威尔科克斯公司/麦克德莫特公司 | 182 |
| 碳化硅公司/肯尼科特铜业公司 | 284 |

[1] 折扣额=0.15×1 467(美元)+0.30×433 美元－0.25×1 467 美元
[2] 折扣额=0.15×1 467(美元)+0.30×898 美元－0.25×1 467 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

| | 税前资本年回报率(%) |
|---|---|
| 罗萨里奥/安迈信 | 469 |
| 华纳斯瓦西/奔迪克斯 | 1 080 |
| 普尔曼/维尔贝莱特弗莱 | 381 |
| 利吉特迈耶斯/大都会酒店 | 3 755 |
| 霍巴特/卡夫食品 | 621 |
| 圣乔矿业/福陆公司 | 214 |

1981～1982 年间，其他两个备受关注的报价来自三元竞购大战之中的康菲石油(Conoco Oil)和随后的竞争者马拉松石油(Marathon Oil)，此二者的出价竟然对套利者而言都是极为有利可图的。然而，1982 年夏，华尔街经历了美国公司并购以及套利历史上最大的一次崩溃，也就是说，海湾石油公司(Gulf Oil)突然撤销了对城市服务公司(Cities Service Company)的收购要约。华尔街团体的预计损失为 2.5 亿～5 亿美元。一家大公司欺诈性地违背如此大规模的要约的事实，可能会让大量的套利参与者在未来暂停该业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第五章 其他风险套利情况

## 交换要约

为了大多数 X 公司的股票而交换 Y 公司股票的要约——要么通过“B”类重组，要么只是为了控股权而出价，相对于 20 世纪 60 年代并购路线而言是一种极受欢迎的收购形式，因为卖方意愿供给无法跟上持续增加的买方数量，或者满足进行外部扩张的个人欲望。对于该套利者而言，这种接管形式具有一种特别的吸引力，因为，其持续期一般会远远短于并购。正常情况下，只需要证券交易委员会的批准，并且它必须出具描述交换要约的招股说明书。无需最终协议，并且在该要约生效之前也不需要正式的国税局税收裁决。当“新郎”公司方需要股东批准时(为该要约授权发行新股份)，会议授权书与要约招股说明书一同在证券交易委员会备案登记，并且通常情况下二者要同时提供。一旦证券交易委员会出具了招股说明书或者说在特定情况下获得了所需要股份的百分比，以致剩下的技术性程序只是股东批准新股份，就认为交换要约生效了。早在股东真正投票表决之前，该要约就可能完成；然而，该投票要么通常与要约周期相吻合，要么最多延后 1～2 周时间。

不仅所涉及的时间远远少于并购所涉及的时间，而且公司所花的资本费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也非常少。在新股发行经过证券交易委员会批准或者股东批准后，以较迟者为准，资本费为零。一旦满足了这些条件，证券交易所就会考虑同时买入 X 并卖出 Y，作为一种"善意套利交易"，因此无须对公司资本产生任何费用。在类似的情况下，私人投资者持有多头 X 和空头 Y 头寸，会有 10%的 X 作为费用。

对于两家会员公司及其客户而言，由于这些杠杆可能的结果，要约公司逐步安排其股东大会，只要有可能，就会在要约收购到期前完成。这已经证明是在竞争性要约中或者与其他竞买人竞争时的重要手段。在任何情况下，由于缺乏其资本的费用，这种情况对于建立了巨大头寸的套利者来说，都是一种福音。从要约公司的角度来看，套利者是非常有用的，因为就像在配股一样，套利者实际上是通过买入在本质上处于弱势的股票并对其要约来承销该交易。配股时，套利者会从那些不想要认购的人手中买入这些权利，随后实现认购。

套利者在交换要约过程中所建立的巨量头寸产生了第二章中所描述的并购后卖出压力的变化交易完成。那种交换要约中的经验可以在整个交换要约过程中生效，尤其是当所要约的证券包中包含在"发行前市场"交易的新证券时。套利者绝对不会看重所投资证券的预测价值，他们会以任何可见价格在"发行前市场"卖出 Y——无须价格出现"上扬"，只需要一个还过得去的 1/2 或 3/4 点的价差。通常情况下，这会使"发行前市场"的 Y 降到低得离谱的价格水平。

这种现象的一个案例是，在 1969 年 1 月，琼斯 & 劳克林实业(Jones & Laughlin Industries，凌—特姆科—沃特公司子公司)交换要约收购琼斯 & 劳克林钢铁公司(Jones & Laughlin Steel)。除其他事项外，该证券包包括新琼斯 & 劳克林实业 $6\frac{3}{4}$%的债券，1994 年到期。在有价证券申请上市登记生效时，债券交易在"发行前市场"报价为 67%。4 天后，该债券报价为 55%——到期收益如此之高，以致超出了大多数债券表的范围。在该要约到期后 1 周，该债券在日益恶化的债券市场上报价为 62%。

已经有很多有趣的交换要约，大多数在 20 世纪六七十年代遭到"新娘"公司的反对。一个在华尔街备受注目的案例是联合果品公司(United Fruit)的控制权之争。在经过各式各样有意向收购公司之后，包括德事隆集团(Textron)和迪林厄姆公司(Dillingham)已经退出了竞争，AMK 公司(AMK Corporation)和萨帕塔—诺尼斯(Zapata-Norness)为了这个满载资产的"新娘"公司而拔刀相向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每家“新郎”公司都有几个不同的报价，每家都试图超出对手。AMK 公司的最终报价包括普通股、可转换债券和权证证券包，大约价值 83 美元。萨帕塔—诺尼斯提供了非同寻常的可转换优先股，在附录 A 中进行了描述。在提出要约时，很少有投资大众会理解后者的证券，但是它后来成功地获得了支持。最初，缺乏认可可能会让萨帕塔—诺尼斯在这场斗争中付出更多代价，随后，在获得联合果品公司具有战略性的大宗股票过程中，部分 AMK 的投资银行家有一些精明的举动。

对于警惕的套利者，他们会花时间计算新萨帕塔—诺尼斯优先股的价值，从而得到了丰厚的回报。尽管萨帕塔—诺尼斯会正式宣布败给了 AMK，并且同意将联合果品公司卖给 AMK，通过其报价，它已经收购了联合果品公司，但是萨帕塔公开宣布，尽管如此，为了其拥有或者仍会收到的联合果品公司的所有股份，它会发行其新可转换优先股，等待股东批准。因此，尽管大多数套利团体愿意接受 AMK 要约 2 美元的价差，但是一些套利者在 81 美元左右买入了联合果品公司，并且为了获得新的“神秘”股而将其股票出价给了萨帕塔—诺尼斯。当萨帕塔—诺尼斯实际上会发行这种证券变得很明显时，瑞士投资者开始积极地在柜台“发行前交易”市场以大约 90 美元的价格买入。因此，在一些人为了 2 美元而纷争时，另一些人每股联合果品赚到了 9 美元。

## 资本重组

重塑美国工业资本结构的需求是，如第一章所述，确定风险套利存在和随后演进发展的基石。资本重组是一种相当普遍的现象，并且受到那些追逐利润套利者的密切关注和审视。只要预测到为了交换某类证券而要约提供的证券价值与该股票的市场价值之间存在价差，套利者就能够汲取到利润。

1966～1970 年间，单单一家凌—特姆科—沃特公司的现金收购和资本重组就足以让套利者忙碌不已，并且获利颇丰。LTV 公司每年都被资本重组，要么是缩减其股权，要么是为了缩减股权而退出一直作为融资工具的优先股。

1966 年 10 月，LTV 公司提出资本重组计划，为套利团体展现出几种有趣的选择。LTV 公司提出转换现金及其 B 系列可转换优先股，最多转换成1 000 000股普通股，如果迫切需要的话，可以选择接受更多的数量。当时，外部流通股有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



240 万股。

精确的条件是:1 股 LTV 普通股＝20 美元现金＋0.5 股 B 系列优先股,每股可转换为 1.25 股 LTV 普通股。由于 B 系列优先股会于 1966 年 11 月 1 日收到 1.5 美元股息,要约收购的股份也有这种权利;B 系列优先股在纽约证券交易所上市,交易价格为每股 60 美元,而 LTV 普通股的交易价格在该条件被公布后为 48 美元(之前为 40 美元)。套利团体愿意完全忽视这种按比例分配的可能性,要约股份应该会超过 100 万股,由于私人投资者和机构投资者普遍持有类似的信念,LTV 公司普通股的价格在要约到期后会上涨——源于预计每股收益的改善。因此,预计 LTV 在实现期望中的 100 万股要约中会遇到障碍。对于套利者来说,万一发生按比例分配,实际的下跌风险可以忽略不计。问题在于,在几种有利可图的选择中发现利润最好的方案。

对该套利者而言,这个要约是非同寻常的一个,因为参与该交易有 5 种方法。

1. 以 48 美元买入并随后要约 600 股 LTV 普通股＝28 800 美元

每股收到 20 美元现金＝(12 000)

300 股 LTV 公司 B 系列优先股的成本＝16 800 美元

以 60 美元卖空 300 股 LTV 公司 B 系列优先股＝18 000 美元

300 股 LTV 公司 B 系列优先股成本价格＝(16 800)

总利润＝每 600 股1 200美元,或者说每股 2 美元＝1 200美元

2. 以 48 美元买入 240 股 LTV＝(11 520 美元)

借入 400 股 LTV 并要约全部 640 股 LTV,每股可以交换 20 美元现金＝12 800

并且(b)320 股 LTV 公司 B 系列优先股,每股于 12 月 15 日获得 1.5 美元股息＝480

总利润＝1 760 美元

每 240 股,或者说每股 7.33 美元

320 股优先股收到上述的股息后,可以转换为 400 股普通股,反过来,这会用于归还借入的头寸。

3. 借入 1 000 股 LTV

以 48 美元买入 1 000 股 LTV＝48 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



共计要约2 000股 LTV 并且每股收到(a)20 美元=(40 000)

赤字=8 000 美元

(b)以 60 美元卖空[1]1 000股 LTV 公司 B 系列优先股=60 000美元

源于(a)的赤字=(8 000)

剩余空头头寸的收入=52 000美元

以 48 美元回补借入的1 000股普通股=(48 000)

1 000 股 LTV 的净利润=4 000 美元

每股利润=4.00 美元

4. 借入 1 000 股 LTV

以 48 美元买入1 000股 LTV=48 000 美元

要约2 000股 LTV,并且每股收到

(a)20 美元现金=(40 000)

赤字=8 000美元

(b)1 000 股 B 系列优先股加上每股 1.5 美元股息=(1 500)

剩余赤字=6 500 美元

将 1 000 股 B 系列优先股转换成1 250股普通股(收到优先股股息后),其中归还1 000股 LTV 借入头寸,并以 48 美元卖出剩余 250 股普通股=12 000 美元

减去源于(b)的赤字=(6 500)

每1 000股的净利润=5 500 美元

或者每股 5.50 美元

5. 不像(1)到(4)中直接买入普通股,而是买入 $5\frac{3}{4}$%可转换债券:

138%×100 万美元债券=13 800.00 美元

转换成本=25.00

应计利息=81.50

总成本=13 906.50 美元

由于每股 100 万美元债券=293.38 股普通股,该普通股通过13 906.50/293.38创造出来,每股 47.50 美元,与 LTV 市场价格有 0.60 美元的折扣。

---

[1] 这种卖空交易将会导致损失 1.50 美元的股息,通过交换,B 优先股多头同时会得到该股息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



回顾一下，选择第二种方法实际上是最有利的，因为它不仅提供了最高的每股利润，而且提供了最低的市场风险。最重要的因素是借入股票进行要约。这实际上是卖空要约，这种做法在那些无忧无虑的日子里仍然是被允许的。

## 分　拆

正如之前所述，风险套利在美国的发展，部分原因是公用事业控股公司被迫进行的资产剥离。对于套利者而言，在这些操作中几乎没有市场风险，因为在所有子公司中都会形成“发行前交易”市场，甚至对于控股公司自身来说，会以“除权”为基础形成“发行前交易”市场。今天的分拆交易中的套利操作包括相当多的风险。

能够进行有效套利的分拆是那些按比例向股东分配的投资组合资产。对于这些即将分配的资产而言，在没有现存市场时，人们会遇到双重风险(分拆资产风险和母公司“除权”风险)，这并不容易遇到。这种情况极少出现。通常情况下，投资组合会有一个现存市场。在这个案例中，首要考虑的要素就成为计算母公司“除权”的合理价格。

我们假设，Y 即将为每股持有的 Y 分拆$\frac{1}{10}$的 X。Y 交易价格为 30 美元，X 为 50 美元。套利者的计算如下：如果以 30 美元买入 1 股 Y，并且以 50 美元卖空$\frac{1}{10}$股 X，通过 30 美元－1/10×50 美元＝25 美元计算出 Y 的除权价。建立头寸的决定将基于新形式 Y 的可能价格一收益比率。因此，如果 Y 在没有 X 的情况下每股收益 3 美元，并且套利者觉得应该被资本化，按 9 倍的保守数字测算，那么 Y 的“除权”应该以 27 美元卖出，代表每股 Y 有 2 美元的潜在利润。

1967 年 9 月，发生了一个真实的、最为复杂的分拆案例，对套利团体构成了巨大挑战。奥林马蒂松化学公司(Olin Mathieson Chemical Corporation)拟向其股东分拆全资子公司施贵宝，其中，后者将会合并入比奇—纳特救生公司(Beech-Nut Life Savers, Inc.)。对施贵宝来讲，自然是没有现在的市场。自身的分拆包括为持有的每股奥林马蒂松付出$\frac{2}{3}$股最近资本化的施贵宝。随后，一家新公司，施贵宝—比奇—纳特(Squibb-Beech-Nut)就会成立，影响施贵宝和比奇—纳特救

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生公司整合的因素源于如下基础：

为每股施贵宝支付 1 股新施贵宝比奇纳特

并且

为每股比奇—纳特救生公司支付 1 股新施贵宝—比奇—纳特

华尔街感到一丝寒意。套利者有了更多的灵活性。

由于每股奥林因分拆而收到$\frac{2}{3}$股施贵宝，并且后者每股会转换为 1 股新施贵宝—比奇—纳特，那么被分拆的$\frac{2}{3}$股施贵宝就等于$\frac{2}{3}$股新施贵宝—比奇—纳特。此外，由于每股比奇—纳特会收到 1 股新公司股票，那么$\frac{2}{3}$股比奇一纳特也会收到$\frac{2}{3}$股施贵宝—比奇—纳特。因此，$\frac{2}{3}$股施贵宝等于$\frac{2}{3}$股施贵宝—比奇—纳特！鉴于这种算数关系，套利者可以通过间接为分拆资产找到交易市场，从而可消除上述两个变量之一。剩下的任务就是计算奥林"前施贵宝"会在哪里创建，并将该数值与奥林前施贵宝的预期值进行比较。

比奇—纳特交易价格为 58 美元，奥林马蒂松交易价格为 73 美元，并且以 73 美元买入奥林马蒂松，并以 58 美元卖空$\frac{2}{3}$股比奇纳特，套利者可创造奥林"前施贵宝"的价格为：

$$73\text{ 美元}-\frac{2}{3}\times 58\text{ 美元}=34.33\text{ 美元}$$

仍然留有一项复杂的任务，就是确定奥林马蒂松的预期资本化率。后者在过去 5 年中在每股收益方面表现出了优异的增长(预计并全面摊薄)：

1962 年——1.47 美元

1963 年——1.68 美元

1964 年——1.98 美元

1965 年——2.44 美元

1966 年——3.34 美元

据估计，该公司 1967 年每股收益为 3.8 美元，并且其具有特殊的钢铁、造纸、化学和武器产品组合，这些收益会放大 12～15 倍。因此，在以 34.33 美元创造出奥林"前施贵宝"之后，套利者实际上是大约以 1967 年预计盈利 9 倍的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



创造出来的(34.33 美元/3.80 美元)。由此,可能从奥林市盈率规模预计利润下限为每股 11.40 美元,上限为每股 22.80 美元,这时,套利者为了完成该交易,必须再次卖出奥林马蒂松。

在本案例中,真实发生的情况是,在除权日当天及随后一段时间内,奥林马蒂松每股售价约为 36 美元,对于那些在 34.33 美元创造出该股票的套利者来讲,其所有工作就是每股产生了并购价值 1.77 美元。鉴于潜在风险,回报的收窄明确要求有限的误差幅度。它也要求对所有因素进行深度分析,它们在市场中的相互作用会为某只证券形成其市场价格:不仅是盈利、未来发展前景以及资本化率,还有市场的可能情绪以及对特定行业的态度变化。在奥林马蒂松案例中,可能没有充分考虑后面的情形;因为化学行业在当时并不值得华尔街某些更好的化学分析师来预测其资本化率。

## 预约购股权情况

并购在法律意义上完成之后(除在并购完成时马上获得的之外),基于未来现金或股票分配的潜力,有三种类型的套利情况。这些潜在的未来分配被称为“预约购股权”,并且可能会产生并购完成后向“新娘”公司股东派发或有利息、通过并购中的有条件转让协议,以及清算。

当新郎公司希望给新娘公司在收益方面提供一种切实的“生产性”激励时,或者说,当在谈判过程中新娘公司对于其价值要求过于苛刻时,通常情况下,妥协的基础就是基于所谓的“盈利公式”采纳一种转换率,包括除股票重要的初次分配之外的未来分配。一旦完成并购,新娘公司的过户登记册就会关闭,后者的证券转换成新郎公司的证券,这些未来分配的权利被转让到新娘股东手中,作为“或有权益证书”。这些权利就是“预约购股权”。通常情况下,它们是方便交易的证券,一般基于“借据”,通过柜台进行交易。

基于可预测的“预约购股权”,有很多公式。当根据每年的财报业绩持续每年进行分配,以及根据此期间总收入在规定期限末进行气球式支付时,就会出现最常遇到的情况。

在并购完成之前,套利者的兴趣就是创造出预约购股权,因为在正常情况下,通过依靠“新郎”公司初次分配套利“新娘”公司,他可以更加便宜地创造它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们，有时甚至不花一分钱。1967 年，海耶斯国际(Hayes Internation)合并入城市投资(City Investing)，就提供了一次这样的机会。每股海耶斯国际会收到$\frac{2}{7}$股城市投资普通股加上 1 张不可转让或有权益证书，每张证书可要求在城市投资普通股市场价值上额外分配 6.74 美元。对于该最大分配而言，所需要的收入水平是截止到 1971 年 9 月 30 日 5 年共计7 500 000美元。较低总收入会赋予证书持有者按比例获得低于城市投资普通股 6.74 美元部分。例如，如果总收入是 5 000 000美元，每张证书就会收到 6.74 美元的$\frac{2}{3}$，或者说 4.5 美元。对于计算城市投资普通股的市场价值来讲，平均价格(超过 20 天期限)保证会下跌到 15 美元。低于这个价格，平均价格就会按照每股城市投资普通股最低 15 美元来计算。

从一开始，套利者就能够以折扣价格创造出预约购股权。城市投资股价为 42 美元，海耶斯国际股价为 11 美元，卖出$\frac{2}{7}$股城市投资者会产生 12 美元，或者是每股海耶斯国际有 1 美元价差。然而，这种情况并不会持续太长时间，因为海耶斯国际预约购股权是一项很珍贵的资产会变得非常明显。实际上，极有可能是 1971 年会轻易地达到收入目标7 500 000美元。

获得该数字的概率自然是套利者的当务之急。该记录显示，过去 5 年中，海耶斯国际的净收入已经从502 242美元增长到1 014 242美元，代表着复合年增长率大约为 15%。过去同期销售额已经增长了大约 30%。为了达到所需要的水平，海耶斯国际的平均增长速度必须满足 5 年中的每一年都赚取1 500 000美元；或者更具代表性的是，必须实现年复合增长率 12%，这会使得 1971 财政年度大约盈利1 700 000美元。由于海耶斯国际主要是一家在飞机零部件和航空航天领域的政府承包商，所以有人假设，随着越南战争加速推进，以及水星和阿波罗太空计划的沉重预算支出，海耶斯国际未来 5 年的前景是非常光明的。然而，要进行保守估计，假设海耶斯国际经历每年盈利增长率下跌$\frac{1}{3}$，因此，盈利会在接下来的 5 年内增长 10%，导致该段时期总收益为6 900 000美元，这会赋予持有证书股东 88%的最大参与额，或者说 5.93 美元。通过为 5 年间不同的总盈利水平匹配不同的概率，其总额会产生一个预期值。为了确定盈收预测水平的现值，这是人们必须再次对该预期值应用主观的资本化率。比如说，在这类情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中(其结果作为长期资本利得纳税),套利者需要在年税收 20%之前获得回报。因此,该现值是 2.38 美元。

事实上,如果套利者估值预约购股权为 2.38 美元,如上所述,他能够在特定时间内,以零成本或更好的成本创造预约购股权。随着时间的推移,并且随着该并购临近圆满完成,通过以 12 美元买入海耶斯国际并以 28.50 美元卖出$\frac{2}{7}$股城市投资普通股,人们就是在创造,或者说为该预约购股权支付 1 美元。

破产清算主要是基于同样的思路。正常情况下,当一家公司破产时,它会建立清算支付数量表——要么以现金要么以股票——匹配预期的分配日期。为了实现该“预约购股权”的现值,套利者的工作就变成恰当扣除这些分配额。此外,更为复杂的确定各种分配的预期值,通常情况下,是基于固定资产的销售,其真实市场价值是不确定的。工作就成为确定这些资产可能的市场价值以及计算各种清算支付;之后,后者以主观的资本化率进行折扣。人们必须再次铭记,清算支付通常按照税法[1]条款规定按照利得纳税。因此,拥有头寸的套利者会获得长期资本利得纳税。

一项真正大规模清算的案例是皮博迪煤炭公司(Peabody Coal Company),1968 年被肯尼科特铜业公司(Kennecott Copper)收购。肯尼科特的融资安排包括一项产品支付(Production Payment),这会在收购完成时每股皮博迪产生初次分配 45 美元,此外在收购完成后 8 个月内清算分配 2.50 美元。清算分配所得是长期资本利得。随着并购完成的临近,并且在联邦贸易委员会的反对意见也被置之不理后,皮博迪在公开市场上的交易价格上涨到 44 美元,或者说,该预约购股权的负成本为 47 美元,或对于该预约购股权为 2 美元(47 美元—初次分配的 45 美元)。因此,套利者希望得到长期资本利得 0.50 美元。并购完成后,以及皮博迪终止上市之后,该预约购股权通过柜台交易市场买卖,2.35 美元的出价也并不少见。

相对于作为利润的潜在来源,托管协议被套利者认为是更为头疼的事情。尽管它们在“预约购股权”定义内确实会下跌,并且通常情况下会以零成本被创造出来,但是它们一般存在于套利者刚刚建立了头寸之后的并购协议中。实际上是,这些预约购股权甚至通常不会被认为是未来利润,因为托管取消有一个很

[1] 1953 年税法,第 331 节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好的理由:满足“新娘”公司的或有负债。人们可以放心地假设,托管中持有至少一半的股票或现金绝不会被分配。作为一种实际问题,套利者的态度完全只是低估托管,并且如果它确实随着时间推移取得了一些收获,那就更好了。来自托管的预约购股权有如此高的折扣,以致几乎不会在柜台交易市场中看到其身影。

如上所述,令人更为紧迫担忧的是,托管账户的存在是已知的,因为它们通常会被投资团体所掩盖和忽视。例如,我们假设,每股 X 会在并购完成时收到 1 股 Y,但是存在 10%Y 股的托管。对于套利者而言,该兑换比率自动变成 1 股 X 等于$\frac{9}{10}$股 Y,并且剩余的$\frac{1}{10}$被忘却了。已经按照 1∶1 兑换比例计算过的投资者,以及由此在 X 和 Y 股票中建立多头和空头头寸的投资者,发现自己在并购完成时每股 X 缺少了$\frac{1}{10}$股 Y。如果 Y 价格高于建立头寸时的价格,那么所有的努力可能会是徒劳无功的。即使 Y 股价较低,最初的价差也会低于最初设想。

## 有限风险套利

还有一个系列的套利交易介于“风险”套利和“无风险”套利之间。这些“有限风险”套利主要涉及可转换证券,而不是重组。

某只证券只有在特定时间流逝之后才能转换,并且该转换证券的当前价格与其未来平价之间的价差(即基于当前价格的平价只有在未来某个时间有效转化时才可以实现)产生一种令人满意的回报,这时,“延迟转换”套利就可以出现。

公司金融巫术还产生了可转换工具,其转换特征要么增加要么减少,甚至可能会二者兼具,从而引出了“变化转换”套利。比如说,当前优先股可以转换成 1.5股普通股,但是或许在下一年开始之时可以转换成 1.6 股。假设可转换优先股卖出价格为每股 90 美元,并且普通股价格为每股 60 美元,直接转换平价是 90 美元,因此并不会存在价差。然而,套利者可以通过卖空 1.6 股普通股而不是1.5 股的做法,建立一个有利可图的情形,这会产生 96 美元的平价,或者说 6 美元的价差。

“溢价”套利涉及与可转换优先股、可转换债券、认股权证和期权有关的溢价。例如,如果某个可转换工具在其转换平价上有过多的溢价存在,那么套利者就会卖空可转换工具,并且在其标的资产上建立多头头寸,当溢价缩水时退出头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寸。另一方面，如果溢价太少，套利者就会买入可转换工具并卖空普通股，在更大溢价产生时退出头寸。套利者经过很多不眠之夜来设计各种富有想像力的溢价对冲。主要思想是，只要发现两个具有不同价值但是有相似价格(或平价)的可互换项目，并且在二者之中，卖出价值较低者，买入价值较高者；如果你的估值正确，其他人也会得出类似结论，迟早有一天，会让你能够以获利状态退出该头寸。

由于利率高企以及对长期资本的激烈竞争，公司通过发行“单位”进行融资正日益成为一种流行机制。因此，以认股权证的形式向直接债券或股权证券提供了某些好处。这些认股权证要么是可以直接拆分的，要么是只有在规定的时间结束后才可以拆分。在后一种情况下，通过买入单位并卖出债券/股权，与此同时卖出认股权证，正常情况下在柜台交易市场卖出，就可以有效地完成“单位”套利。

在这些“有限风险”情况下，可以获得的资本回报率的确定不仅依靠价差和相关时间因素，而且同样重要的是，要依靠纽约证券交易所的“规则 325”提出的“折扣率”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第六章　公司“冻结”:诡计综合征

## 简　介

马丁·利普顿(Martin Lipton)和艾丽卡·斯坦伯格(Erica Steinberger)把“freezeout”或“私有化”定义为在公司交易中“……一个或一群股东转换其股份,获得现金、债券或优先股”。[1] 因此,根据定义,“冻结”是强制性操作。笔者用术语“冻结”指代一种与前述正好相反的现象;它是一种公司准交易,排除股东在善意要约收购中的作用,他们有可能会从可能的收购方获得此种要约,因此,如果不是字面意义上永久“冻结”其股权头寸,那么至少也会被迫放弃其股份的不错溢价。在任何情况下,管理层肯定会“冻结”自己的各种报酬。

然而,处于“冻结”状态的股东似乎都有一些法律上的补救措施,可以让其获得其股份的公允价值,很显然,在“冻结”状态下,目前并没有这样的补救措施可供利用。笔者认为,监管部门应该密切关注这种极为不公平的情况。在过去几年间,有一些广为人知的案例涉及这种现象,管理层拒绝向其股东提供合法批准,因此,对普通股投资者所持有的股份造成了毁灭性的损失。

---

[1] Martin Lipton and Erica H. Steinberger. *Takeovers and Freezeouts* (Law Journal Seminar New York, 1978).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



真正的“冻结”很明显是通过一种诡计来完成的，韦伯词典将其描述为：“用以逃避困难或不愉快事情的任何计划或行动；设备；技巧。参见欺骗。”要把这种情况应用到现实世界中，在面临接管时，对董事会来讲较为困难或不愉快的事情就是该接管被股东们所接受，并且董事们会失去其特权地位、酬金以及工作清闲而报酬丰厚的职位；最后但同样重要的是其虚伪的自尊，自私自利地管理自己的公司，而不顾股东的利益。欺骗包括利用虚假问题和陈述，诸如“潜在的反垄断问题”和“股东利益”，从而实现该计划。

这些不同的做法会在下述实例中进行描述，来看看有多少家公司成功地实施了“冻结”。

## 一些著名的案例

1. 嘉宝(Gerber) vs. 安德森克莱顿(Anderson Clayton)

1977 年，安德森克莱顿对所有流通在外的嘉宝股票报价每股 40 美元。嘉宝管理层马上就对该交易提出反对，理由是存在反垄断问题，并且有一个非常牵强的主张，因为安德森克莱顿涉及一些海外的“敏感性支付”，它并不是嘉宝产品合适的买方(这类主张在严格的现金收购中与报价完全不相干)。反垄断要求基于一项指控，嘉宝有段时间在考虑进入色拉酱业务，这是安德森克莱顿业已大幅介入的业务领域。

开始的时候，为嘉宝股东报出“充足”价格的问题一直没有被受理。只是在向嘉宝管理层施加了巨大压力之后，才让其对该问题做出了回应，嘉宝还向其投资银行高盛征求了意见。这些意见从未被公开发布，但是，在收购期间所召开的嘉宝年度会议上，嘉宝主席约翰·休斯(John Suerth)表示，高盛认为：“华尔街普遍认为 40 美元是一个公平的报价。”他也列举了其他投资建议，大致的意思是，在数年时间内，嘉宝的股票会远远高于每股 40 美元。

在这种自私自利的陈述中，其间的细微差异并不容易被投资大众所分析，一般情况下，他们并不会正确运用现金流贴现分析。然而，任何一名金融分析师都能够计算出假设嘉宝在 5 年后达到每股 50 美元的现值，相对于今天的利率结构而言，很显然它所产生的现值会低于 40 美元。换句话说，40 美元仍然远远好过某些假设性的未来价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 马歇尔菲尔德(Marshall Field) vs. 卡特霍利霍尔(Carter Hawley Hale)

1978 年 2 月,卡特霍利霍尔对所有流通在外的马歇尔菲尔德股份,以现金和证券的形式报价每股 42 美元,代表着当时马歇尔菲尔德近期交投区间大约 100%的溢价。马歇尔菲尔德的反应令人大吃一惊,因为在该要约正式公布后 24 小时内,马歇尔菲尔德在芝加哥联邦地方法院提起了诉讼,指控各种违反反垄断法的行为。与此同时,含糊地提及了要约的“充分性”,提出了一般性意见,认为该要约“并不符合股东的最大利益”。这是最常见的词语,可以应用到各种各样的问题上——空洞而不实际之类的,这些词语常常会进入公众的视线。

如果在该案例中已经不存在反垄断问题——一个极具争议的论点,那么马歇尔菲尔德就会找到自己创造的问题,并且如果它无法创造出一个重大的问题,就会把自己的财务报表搞得一团糟,从而阻止买方继续该收购过程。因此,马歇尔菲尔德提议购买各种各样的百货商店,所有这些百货商店都位于卡特霍利霍尔附近。卡特霍利霍尔还通知其他潜在收购者,它已经计划买入其他资产,会利用卡特霍利霍尔巨大的借款潜力,并且(分析师会证实)对卡特霍利霍尔而言,这些不一定是合适的投资。看到目标公司的优势被其管理层折腾一空,卡特霍利霍尔退出了并购。

接下来发生的就是接二连三的股东集团诉讼行为,这些都随后在芝加哥联邦地方法院被统一受理,将会有法官主持。在本案例中,特别有趣的是,律师—委托人特权被取消,允许律师在辩护策略中采用非同寻常的观点[斯卡顿(Skadden)、阿普斯(Arps)、斯雷特(Slate)、马尔弗洛姆(Meagher & Flom)]。原来,马歇尔菲尔德在大约 10 年时间内一直努力躲避潜在的收购者的掌控,并且每一次都会购买或者建议购买收购方所拥有百货商店附近的百货商店。这大概会产生一个反垄断的适用情形。因此,记录显示,之前不少于 4 个潜在收购者就是由于这种策略而失去了收购兴趣,包括联合百货(Federated Department Stores)、甘布尔—斯科格莫(Gamble-Skogmo)、戴顿赫德森(Dayton Hudson)和梅西百货。这也解释了为何马歇尔菲尔德反对卡特霍利霍尔的反垄断诉讼,在拟收购公告之后如此之快就提交了。这有可能就是一个标准诉讼格式,只要在空白处填上最近收购方的名字即可。

另外,让这个观察者感到恶心的是,公司管理层不惜采用任何手段,甚至是消耗其公司的资产,借以维持其独立性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有趣的是，要注意马歇尔菲尔德最近被英美烟草子公司巴图(Batus Corp.)以每股30美元的价格收购了。该收购的完成是受到了卡尔·伊坎(Carl Icahn)为首的股东团体所施加的压力，作为一个团体，他能够获得大约30%的马歇尔菲尔德股票，并迫使管理层接受每股30美元的报价。当然，学术问题就变成：为什么每股42美元不是股东的最大利益，而股东利益突然就变成了每股30美元？

3. 麦格劳—希尔 vs. 美国运通(American Express)

麦格劳—希尔是一个相当新的案例(1979年)，管理层决定使用常见的烟幕策略回绝合法要约。然而，在这个特殊的案例中，麦格劳—希尔增加了一个新的巧妙方法："焦土"策略，旨在令潜在收购者以及任何可能会随之而来的其他收购者筋疲力尽，并最终避免被收购。这里提出的问题是常见问题：反垄断和利益冲突；两家整体运营的独立性的损失(也就是说，标普和麦格劳—希尔出版)；当然还包括"木马"指控罗杰·莫利(Roger Morley)。为了克服这些反对意见，美国运通表示愿意谈判，并且通过撤回其单方面的要约收购以及提出新的更高的"善意"要约，即在友好基础上给出每股40美元，希望能够解决所有问题。在经过大约36个小时的"慎重"商议之后，麦格劳—希尔董事会再次否决了美国运通的提议。

人们再次感受到管理层的高压手段，他们试图扼杀现有要约，并且挤压其他有可能会在竞争性要约收购过程中随之而来的收购者。举例来说，继麦格劳—希尔拒绝美国运通之后的年度会议期间，哈罗德·麦格劳(Harold McGraw)说，当他收到美国运通公司有意要约收购的电话时，他最初对该电话的反应是"不，谢谢你，我们想保持独立"。因此，不顾所有价格方面的考虑，所声明的反对意见是独立的。笔者再次强调的是，这样一个长期目标应该被董事会正式决议适当采纳，并且随后让所有股东进行投票表决。令人感到怀疑的是，麦格劳—希尔董事会并不会批准这种行动。

此外，尽管在投资领域广为人知的是其他公司也表示有兴趣与麦格劳—希尔谈判，但是哈罗德·麦格劳能够避开这些要约收购，他指出，他们是"表示支持"。(要是集体诉讼已经被判决，他很可能已经发现自己在法庭前的灵活性也较为有限。)一个更有争议的做法被引入麦格劳—希尔的防御策略，即不顾要约价格，它"未必在正确的时间卖出"。另外，正确的时间是熟练使用贴现现金流量分析的一个函数。运用任何合理的贴现因子计算，3年内每股45美元的价格都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



仍然会远远低于当前价格每股 40 美元。然而，高管们有能力围绕这些问题耍嘴皮子，并且股东们多多少少缺乏捍卫和保护自己利益的力量。那些应该在类似情况下保护自己利益的人——董事会——过于忙着考虑自己的利益。这里有明显的利益冲突，但是它并不存在于两家竞争公司之间，而是存在于董事会和其股东之间。

该交易中的一个有趣的花絮是拒绝美国运通之后的股东大会结果，在毫无争议的选票中，有大约 12%的总股份投票反对现任管理层。

笔者必须承认，在这个特殊的案例中，根据防御方的卓越管理记录，它是对的。在所有列举的案例中，必须公平地说，麦格劳—希尔的价格在美国运通要约被拒绝之后的一年内上涨到了其要约价格之上。然而，笔者并不同意其所运用的战术技巧，但还是对该结果留下了深刻的印象。

4. 卡里尔公司(Carrier Corp.) vs. 联合技术

这个特殊的案例可能是 4 个案例中最为险恶的，迄今为止还没有收到公众的评论。联合技术为 49%的卡里尔股份提出每股 28 美元的要约，之后，为股份余额提供价值约为 28 美元的证券组合。就在一开始，联合技术说该价格是可以谈判的，因此表示愿意根据令人满意的谈判以及解决分歧而增加报价。事实上，这是华尔街上众所周知的事情，联合技术愿意为卡里尔最多支付 32 美元。与其为自己的股东努力争取利益以获得一个更好的价格，管理层更愿意选择作战。他们炮制出一项反垄断案，指控违反 15 项《克莱顿反垄断法案》第 7 部分的条款，并且希望锡拉丘兹的家乡法官也如此看待这些指控。事实上，法官发现，为了被告联合技术公司，在每一项指控中，即使是司法部也都加入了与原告的战斗中。

最终的结果是，卡里尔股东的股份每股获得 28 美元，并且管理层花费数百万美元诉讼联合技术，原本就应该与它进行谈判。人们会想，是否有材料支持该反垄断指控，是否 15 项指控中会有一项将获得法院支持。但是一项也没有！

5. 安迈信(Amax) vs. 加州标准石油(Standard Oil of California)

另一个臭名昭著的“诡计综合征”案例，以及并购史上最大的骗局之一，就是安迈信案例。

自 1975 年以来，加州标准石油公司(南加州)在安迈信有了 20%的股份，这次收购必须经过联邦贸易委员会的批准。南加州一直有意收购剩余股份，并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也正是基于这样的认识才做出了初始投资。1978 年，南加州要约出价相当于每股 26 美元。该要约由于价格不足而遭到安迈信董事会的拒绝。1981 年 3 月，安迈信突然宣布，它拒绝了南加州提出的每股安迈信大约 78.50 美元的新要约。就是在要约报价的时候，安迈信的交易价格大约为每股 38 美元。

所列举的拒绝原因是潜在的反垄断障碍和其他各种因素的影响，所有这些都指向同一个结论，该要约并不符合股东的最大利益。南加州在安迈信年度会议之前一直保留该要约，之后，当南加州无法实现重新谈判，也无法重新考虑该要约时，南加州放弃了该次交易。令人印象深刻的是，南加州提出的令人极为厌恶的敌意要约，以致其退出是完全可以理解的，并且也是可以预测到的。

在这个案例中，诡计通过三个精明的伎俩而得逞：

(1)要约拒绝与要约宣布同时产生。股东没有时间要求董事会接受如此诱人的要约。当时，所不知道的是，在宣布拒绝之前，安迈信最高管理层已经拿到要约大概有 3 周的时间了，甚至从没有向股东透露。

(2)通过引证"潜在反垄断障碍"，安迈信主席皮埃尔·古瑟兰(Pierre Gousseland)在运用常用的烟幕策略，但是在本案例中，他承担了一项决定性的风险，因为联邦贸易委员会已经根据早在 1975 年制定的《反垄断法案》批准了南加州投资安迈信。此外，在过去几年期间，一直有类似的交易，它们已经圆满完成了，即阿纳康达(Anaconda)/阿尔科(Arco)、莫利矿业(Molycorp)/加州联合石油公司、肯尼科特/索亥俄(Sohio)、塞浦路斯矿业(Cyprus Mines)/印第安纳标准石油公司，以及更加知名的公司。古瑟兰先生还声称获得了董事会支持，表示反垄断原因构成了董事会拒绝南加州要约的基础。1982 年 5 月 6 日的年度会议上，在回答股东问题的过程中——1 年后，沃尔特·霍斯尔德(Walter Hockshild)，安迈信董事及 200 万股安迈信股票持有者明确表示，古瑟兰先生并未被安迈信董事会授权引证反垄断作为南加州交易的障碍。那么，这里，显而易见的欺骗被揭露了！

(3)本案例中的第三个诡计是常见的"不是股东最大利益"，因为价格不够高。安迈信委托高盛和雷曼兄弟/库恩雷波公司(Kuhn Loeb)为安迈信股票确定理论价值，之后，安迈信可以随后利用该理论价值，不知羞耻地说每股 78.50 美元的要约是"不充分的"。据报道，两家投资银行所得到的理论价值介于每股 100～120 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



该特殊伎俩中的欺骗行为是，被收购公司股价也有一个理论价值，它会远远超过当前市场价值，并且如果人们在计算该要约平价中利用加州标准石油公司的理论价值，就可以安全地假设，该价值会接近于高盛和雷曼兄弟/库恩雷波公司的估值。目前(1982年中期)安迈信的交易价格接近20美元。

## 小 结

在《威廉姆斯法案》之间，各种州反收购法规(现在全部凭借最近的最高法院2号决定[1])、政府反垄断机构，以及最后但最为重要的是，根深蒂固的管理层，没有一个地方可以找到投资大众的代言人。然而，有一个现成的案例可以纠正这种情况，并且明确保障投资大众的利益。英国有一个收购委员会(Takeover Panel)，其目的是梳理对某家公司的各种要约，以确定其遵守各项法律规定。美国证券交易委员会可以创造出一种权力，其目的在于确定是否清楚地保证了某种决议；或者说，如果是不可调和的话，出价人是否应该被允许继续推进其收购要约。收购委员会有权委任独立的法律顾问，在竞争性要约收购期间正常提出所存在的反垄断及其他问题。笔者觉得，这种委员会能够节省大量时间、精力并解决大量困惑，并且在最终分析中，可以为竞争性收购大战中的投资大众提供妥善的保障。

---

[1] *Edgar vs. Mite Corp.*, 14 BNA Securities Regulation and Law Report 1147(June 25, 1982).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第七章 积极套利

在20世纪70年代初的背景下，以及在第六章对根深蒂固管理层弊端的描述中，必定可以看到“积极套利”的源头。

“积极套利”投资可以被认为是，投资者采取措施组织股东并作为可带来变化的“催化剂”。投资组合经理认为源于市场尚未充分解读的当前公司政策会大幅降低价值或业绩，在这种情况下，这些策略是相关的。对投资者而言，有机会采用超越传统套利方法的战术，有利于促进变化的产生，从而带来实质性的价值收益。

20世纪70年代初，并购活动以及公司控制权市场的崩溃，使投资领域缺少了活性催化剂。其结果是，公司政策选择降低了价值，但是没有引起市场上的积极回应，这种情况的案例不胜枚举。这产生了一个“价值缺口”，可以通过“积极套利”策略解决并得以修正。

成功从事“积极套利”的必备专业知识被认为与成功风险套利所需要的传统技能密切相关。传统意义上，套利公司利用其风险承受能力以及其公司估值专业能力，在并购或其他交易中建立头寸，并且确保有效的结果。某些情况下，显著的“价值缺口”由于低效率的公司政策已经显现，这时，相同的技能被认为对于确定这些情况是必要的，并且相同的风险承受能力也被认为是执行积极策略来促进变化所必需的。因此，始自20世纪70年代后的收购背景，“积极套利”的作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用代表了套利者技巧以及组织能力的扩展。

## 贝奇(Bache)/布鲁—贝奇(Pru-Bache)年(1967～1991 年)

### 大西部联合公司(Great Western United Corporation, GWU)

第六章所描述的这些公司不端行为向本书作者表明，早晚有一天，公司治理运动就会进入新的阶段。笔者在 1974 年获得了自己的积极套利经验。西部联合公司(GWU)是一家坐落于科罗拉多州丹佛市的大型企业集团，由一名叫作比利・怀特(Billy White)的年轻人运营管理。该公司有很多子公司，其中最重要的一家就是大西部糖业公司(Great Western Sugar Company)。大西部联合公司拥有一系列极为出色的高级优先股，它们是可累积的，并且拖欠了很长时间。当我们注意到糖价大幅上涨的时候，开始买入可累积优先股股份。它上升到这样一种程度，通过简单的算术，就可以很明显地看到，大西部联合公司现在明确有能力还清其所拖欠的累积性股息。因此，我们联系了该公司，并且鉴于其新发现的金融财富而要求他们支付欠款。在几次电话沟通之后，这家公司答应了我们的愿望。

之后，罗斯柴尔德公司管理合伙人及套利部门负责人艾伦・斯里夫卡(Allen Slifka)先生联系了笔者，他建议联合做些事情，因为他也建立了大规模的优先股头寸。因此，我们联合在科罗拉多州丹佛市联邦地方法院提出起诉，并向该公司发送了礼节性的起诉书副本。令人吃惊的是，在为期两周的时间内，没有再费周折，我们都全额收到了所拖欠优先股股息支票，此时，我对自己说："啊哈！有些事情可以勇敢地面对这些根深蒂固的公司董事们，他们并不注重其股东的合法要求。"星星之火，已经燎原！

其中就可以发现"积极套利"革命的种子，在这个特殊的案例中，更多的是公司治理类套利，挑战根深蒂固管理层的阻力，对他们的股东做出回应。在随后的形式中，"积极套利"定位于来自董事会的类似阻力；但是现在，这种新策略会寻求克服董事会成员反对接受第三方提出的股份要约溢价。该价差，或者说"价值缺口"，是市场价格和目标公司股价建议价格之间的差额，当管理层拒绝与意愿报价公司谈判时，市场价格就会受到损害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 嘉宝公司

1977 年夏,安德森克莱顿公司为嘉宝提出了每股 40 美元的高溢价。该公司董事会拒绝为嘉宝股份考虑这个相当不错的价格,并且还拒绝谈判争取更好的价格。笔者于当年 7 月 27 日出席嘉宝公司年度会议,对董事会提出质疑,要么考虑每股 40 美元的充分性,要么解释他不为嘉宝股东接受这样一个高溢价的原因。主席选择避而不答。[1][2] 文章指出,主席约翰・休斯(John Suerth)不仅不理会韦瑟—普拉特提出的问题,甚至在其提问期间拿走了他手中的话筒。

最终,看到股价受管理层拒绝考虑该要约的不利影响之后,我们决定在密歇根州弗里蒙特市联邦地方法院提起诉讼。负责处理该案例的不是别人,正是集体诉讼律师的鼻祖和前纽伦堡检察官亚伯拉罕・波梅兰茨(Abraham Pomerantz)。不幸的是,这位来自特殊法院的家乡法官决定将这些问题的审判分割成两个独立的案例,这意味着无休无止的延期和费用支付,这限制了我们的努力。由于这种行为,我们被迫撤回了自己的诉状,但是,仍然取得一点成就:董事会必须确定股份所收到的要约溢价,或者至少必须给出一个价值区间,它认为在收购过程中该区间对股东而言是适当的。

我们反对嘉宝公司的行为得到了广泛宣传,并为其他行动者进入这个赛场奠定了良好的基础,并且开始挑战那些根深蒂固的公司管理层。现在行动和套利正在发生真正的变化。在这个时候,人们开始看到卡尔・伊坎正在对抗泰潘公司(Tappan Corporation)的行为。

## 麦格劳—希尔公司

1979 年 1 月初,美国运通公司直接向麦格劳—希尔董事会主动提出每股 40 美元的报价,并且试图说服他们接受该要约报价。麦格劳—希尔股票交易价格一直处于 20 多美元。当麦格劳—希尔甚至拒绝获得更高要约报价的谈判时,我们继续进攻,并且强烈抗议麦格劳—希尔董事会对要约溢价缺少响应,没有考虑股东的利益。为了试图说服董事会做出更为积极的反应,我们首次组织了“股东

---

[1] “Broker and Head of Gerber Spar on Offer by Anderson, Clayton,” *The New York Times*, August 1, 1977.

[2] Alex Taylor, “Broker Challengs Gerber on Takeover,” *Detroit Free Press*, July 28, 1977.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保护委员会”。一旦建立起该委员会,我们就可以通过该委员会要求麦格劳—希尔股东以投票方式进行表决,旨在向董事会和管理层表明,大多数股东希望接受每股 40 美元的要约报价。[1] 股东保护委员会受到诉讼威胁;这时,其成员一个接一个地打道回府了,并且我们最终也不得不撤回。但是,这并没有结束这次行动。笔者在年度股东大会上[2],故意毫不妥协地斥责董事长小哈罗德·麦格劳(Harold McGraw,Jr.)先生以及其他董事会成员,他们甚至从来没有考虑过美国运通的要约,并且隐瞒美国运通要约不合法的模糊说法。这时,众多股东质疑,为何该董事会认为要约是不合法的,却没有得到任何回应。

但是在股东和法律界中正在形成学术思想:董事有责任反馈有利于股东的溢价要约,并且这些要约的真相不能被简单地隐瞒和掩盖。[3]

## 密苏里州堪萨斯市 ERC 公司

1979 年秋天,康涅狄格州通用公司开始讨好 ERC 公司,最终提出每股 80 美元的要约报价。后者股票交易价格一直为 40 多美元。之后,董事会主席斯坦福·米勒(Staraford Miller)拒绝了该报价,躲在密苏里州保险专员身后,他声称该要约具有反竞争性;但是,我们认为,对这种溢价要约的拒绝行为不能听之任之。因此,我们采取了新策略,体现股东的不满以及反对管理层的行动。由于在股东大会上并没有让代理投票说“不”的地方,所以我们在投弃权票的股东间组织了一场运动。弃权票数量非常大,几乎是外部流通股的 45%,并且对董事会产生了显著的影响,让其重新考虑自己反对接受要约的决定。

我们在股东大会上也试图说明 6 大其他股东决议,其中包括:

(1)对管理层不信任投票;

(2)指示董事会与任何一个要约出价每股 80 美元或以上的合适买家进行谈判;

(3)其他重大行动,迫使董事会披露过去可能存在的要约。

主席拒绝这些决议被正式提出,只允许笔者大声宣读这些决议。[4]

---

[1] Priscilla S.Meyer,“Cancelled Poll of McGraw-Hill Holders Signals End to American Express Bid,”*The Wall Street Journal*,February 26,1979.

[2] “McGraw-Hill's ‘Let Them Eat Cake’Attitude,”*Institutional Investor*,June 1979.

[3] Richard Phalon,“A Modest Proposal,”*Forbes*,April 30,1979.

[4] Jack Etkin,“Shareholders Criticize ERC Board's Action on Merger,”*The Kansas City Times*,April 25,1980.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最终，我们与其他股东一起所形成的阻力和凝聚力，迫使董事会重新考虑其立场。1980 年 6 月初，ERC 公司董事会接受了来自盖蒂石油公司(Getty Oil Corporation)每股 97 美元的要约报价。[1]

## 安迈信公司

1981 年 3 月，安迈信直接收到加州标准石油公司每股 78.50 美元的要约报价。该股份交易价格在每股 50 美元左右，但是由于此次要约上涨到了每股 68 美元。安迈信董事会秘密拒绝了这项要约，理由是“并不符合股东最大利益”。一年后，股票下跌至每股 26.25 美元。在 1982 年 5 月 6 日召开的年度股东大会上，我们和许多其他股东强烈抗议，但是无济于事。[2][3]

## 休斯敦天然气公司

1984 年 2 月，滨海公司(Coastal States Corporation)向休斯敦天然气公司(Houston Natural Gas)董事会提出并购建议，主席马修斯(Matthews)博士拒绝接受该项要约。实际上，通过“绿票欺诈”(溢价回购股份)滨海公司，同时支付了 1 500万美元收购费用，回避了该要约报价。当然，这种动作所带来的后果就是休斯敦股价的崩溃式下跌。

大约就在滨海公司结束了这场滑稽交易的同一时间，拉扎德费耶斯公司(Lazard Freres)的彼得・杰克奎斯(Peter Jacquith)就与笔者联系，告诉笔者拉扎德的客户国家输电公司(Transco Corporation)，甚至愿意支付比滨海公司更高的价格，但是无法把该报价提交到休斯敦天然气公司董事会。装有国家输电公司要约的传送文件被拒之于董事会大门之外！换句话说，该公司会阻碍任何对股东有利的要约。有了这个事实，以及高度质疑休斯敦天然气公司与滨海公司全面合作所导致的“绿票欺诈”，我们布鲁—贝奇公司于得克萨斯州休斯敦联邦地方法院提起法律诉讼。这项诉讼是主席马修斯的不作为，因为我们最终能够证明，休斯敦天然气公司投资银行第一波士顿公司(First Boston Corporation)在一所秘密地下室中非法聚集潜在要约公司，并且让他们签署了“停止”协议。当时的想法是，任何一

[1] “ERC Corp. Directors, As Expected, Endorse Getty $97—a—Share Bid,” *The Wall Street Journal*, June 6, 1980.
[2] “Amax Receives Takeover Offer for $4 Billion,” *The Wall Street Journal*, March 1981.
[3] Priscills S. Meyer and Theodore Lowen, “Best Interest of Stockholders?” *Forbs*, June 1982.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个潜在要约公司只可以访问秘密数据(数据机房),如果他们同意"停止"并且在授权之前不再进行要约报价。通过这种方式,休斯敦天然气公司能够为该公司切断任何有前景的要约。这样做的唯一问题是,该协议是不合法的,因为它们并没有获得董事会授权。[1][2] 让潜在要约公司执行"停止"协议并冻结这种战术,随后在《经济学家》杂志的一篇重要文章中被披露了。[3]

后来,休斯敦天然气公司被安然公司收购。当然,后者成为美国金融史上最大的丑闻之一。

## 韦瑟—普拉特年:日益积极的年份(1991 年至今)

### 一个新的开端

1991 年 2 月,与布鲁—贝奇公司分手之后,重新组建了韦瑟—布拉特公司(Wyser-Pratte and Company)。[4] 笔者已经决定,募集新的基金——欧元合伙套利基金(The Euro-Partners Arbitrage Fund),所募集的 25%将会用于"积极套利"策略的投资中。现在,作为一家私人拥有的公司,我们能够极为准确地将自己的各种维权行动的回报制定成表格。附录 C 足以说明韦瑟—布拉特公司所采取的大量举措,它是严格的"积极套利"干预者。这些都是"被动反应",而不是"积极主动"。后者会涉及更多具有操作性导向的方法来改变公司的商业模式。公司管理层拒绝被收购,这时,就会出现前一种情况,我们就会尝试重启该交易,或者最终通过吸引"白衣骑士"的兴趣而提升股票的价格,或者迫使重组来提高市场价格,在大多数情况下都会取得成功。

除了一开始的介绍性图表,附录 C 中的每一个案例中都包括四部分:第一部分说明投资统计以及我们的投资回报;第二部分是公司简介;第三部分为维权活动重大事件年表;第四部分为完成维权之后的事件。

---

[1] Bryan Burrough,"Houston Natural Gas Chairman Quits; Transco Energy President Is Successor," *The Wall Street Journal*, 1984.

[2] Tom Scott, Barbara Shook, "Lay Move to HNG Sparks Top Reshuffling," *Houston Chronicle*, June 7, 1984.

[3] "American Takeover Defences: Stand Still, You," *The Economist*, April 30, 1988, p.79.

[4] Michael Siconolfi, "Arbitrage Concern Brought Back to Life by Founder's Son: Wyser-Pratte, Originally Opened in 1929, Returns Despote Lull in Takeovers," *The Wall Street Journal*, February 12, 1991.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国媒体开始迅速关注重生韦瑟—普拉特公司的持续行动,不久之后欧洲媒体也参与进来,它们似乎也感觉到了某些新兴事物正在酝酿之中。[1][2]

## 韦瑟—普拉特股东权利条例的演化

多年来,根深蒂固管理层拒绝接受对其公司股份溢价的要约,我们一直为此深感沮丧。因此,1996 年,我们设计了一项策略,将其贴上了"股东权利条例"的标签。我们采用了这个源自欧洲法理与大多数国家自主定义相结合的概念,特别是英国和法国,如果公司管理层收到了股份溢价要约,并且如果它想拒绝该项要约,那么它必须经过股东允许,授予其拒绝的权力。当然,这样做的结果是,很少有管理层会试图拒绝这种要约,因为他们清楚地知道,来自股东的反应会是:明显不利!

(1)华莱士电脑服务公司(Wallace Computer Services Corporation,参见图 7.1)

我们得到的第一个机会就是在华莱士电脑服务公司(WCS)中运用这一新策略,该公司从加拿大摩尔公司(The Moore Corporation of Canada)获得了一份要约。WCS 董事会拒绝了该份要约并不会进行谈判争取更高报价。我们开始了这次代理性斗争,我们提议华莱士在 90 天后必须停止使用其毒丸计划来对抗"合理要约",除非经过股东投票授权,继续使用毒丸计划来反对该要约。该项提议与"弗莱明"(Fleming)条例截然不同,在弗莱明案例中,"毒丸"实际上是被弗莱明董事会撤销的,当时,法庭裁定在公司代理声明中必须包括撤销规定。在我们的平台上,允许董事会使用 90 天的"毒丸计划",以增强其议价能力,进而获得更好的报价,或者说服那些认为公司应该保持独立的股东。代理律师向我们保证,我们在 WCS 年度会议上会有足够多的股票数通过该项决议,但是,我们并没有指望 WCS 投资银行高盛的聪明才智能够在股东大会进程中的最后一分钟击败我们。我们并没有意识到,高盛公司前合伙人是 AIM 的董事总经理,这是一家来自得克萨斯州的大型共同基金。我们永远不会知道"交换条件",但是它可能会涉及向 AIM 提供某些业务订单以换取其投票。因此,该条例仍然被法院

---

[1] Diana B. Henriques, "Making a Difference: A Nemesis of Management Strikes Again," *The New York Times*, August 16, 1992.

[2] "Why It's Not Smart to Rile Guy Wyser-Pratte," *Institutional Investor*, May 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保持为未经测试状态。

我们试图让除特拉华州衡平法院之外的任何其他法院来证实我们新条例提案的合法性，因此我们在伊利诺伊州芝加哥提起诉讼。特拉华州律师和大法官可能会反对我们，因为他们对管理层的亲近是出了名的。不管怎样，我们失去了股东投票，随后不得不撤回了诉讼(参见附录 C 图 C.1)。

有趣的是，11 年后，摩尔公司以远远低于当初的报价收购了华莱士电脑服务公司。

(2)瑞塞尼公司(Rexene Corperation，参见图 7.2)

1997 年，亨斯迈公司(Huntsman Corporation)直接提出收购瑞塞尼公司的股份。瑞塞尼公司管理层拒绝该项要约。因此，我们利用股东权利条例提起诉讼代理，但是，这次寻求建议一个董事提名委员会尝试就公司卖给亨斯迈一事进行谈判。我们很快就获得了 4 名合格且持不同意见的董事候选人，以进一步推动我们的行动。大多数股东越来越支持我们的提议，最后达到了这种程度，就在股东大会前夕，公司被迫就出售给亨斯迈公司一事进行谈判[1](参见附录 C 图 C.2)。

(3)宾州石油公司(参见图 7.3)

1998 年，宾州石油公司收到了联合太平洋资源公司(United Pacific Resources Corporation)主动的敌意现金加股份收购要约。在一份代理文件中，我们补充了股东权利条例，我们称之为“股东利益保护条例”，其中，需要董事会一致表决，来批准董事会的防御行动。

当然，我们也被宾州石油公司起诉了，但是在解决该案件过程中，公司确实采用了“可咀嚼式毒丸计划”(撤回毒丸计划，促进外部流通股份 $66\frac{2}{3}\%$所支持的 35%溢价方案的实施)。在这个案例中，我们赢了自己的公司治理平台，但是由于随后石油市场的崩溃，使该交易遭受到了损失[2][3](参见附录 C 图 C.3)。

(4)Telxon 公司(参见图 7.4)

---

[1] Jeff Cossette, “Rexene, Turn On Your Red Light,” *Investor Relations*, August 1997, p.25.

[2] Michael Davis, “Major Shareholder Urges Pennzoil Deal: Resistance to UPR’s Offer Questioned,” *Houston Chronicle*, November 13, 1997.

[3] “Shareholders Gag on Pennzoil’s Pill,” *USA Today*, December 2, 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



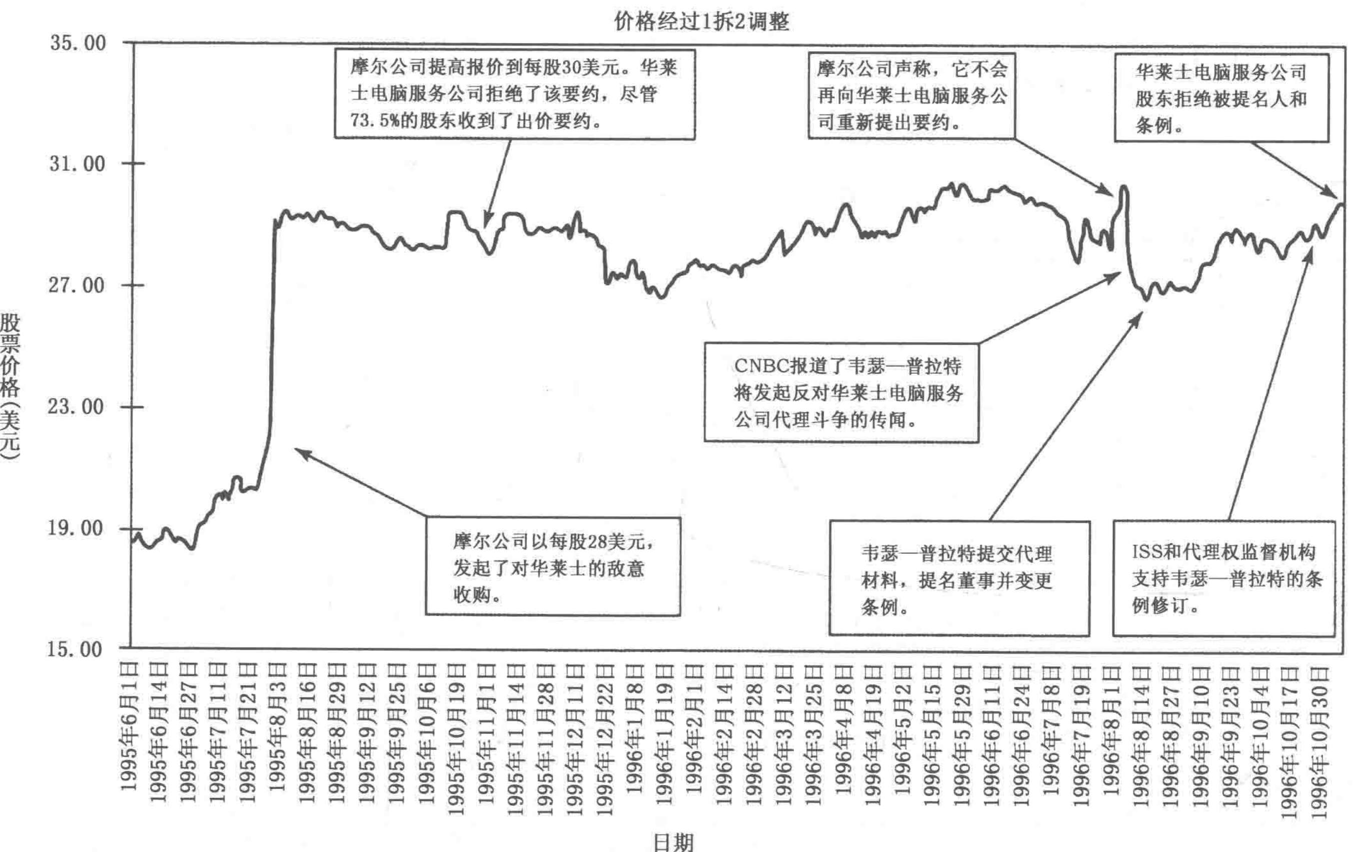



**图7.1 华莱士电脑服务公司**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



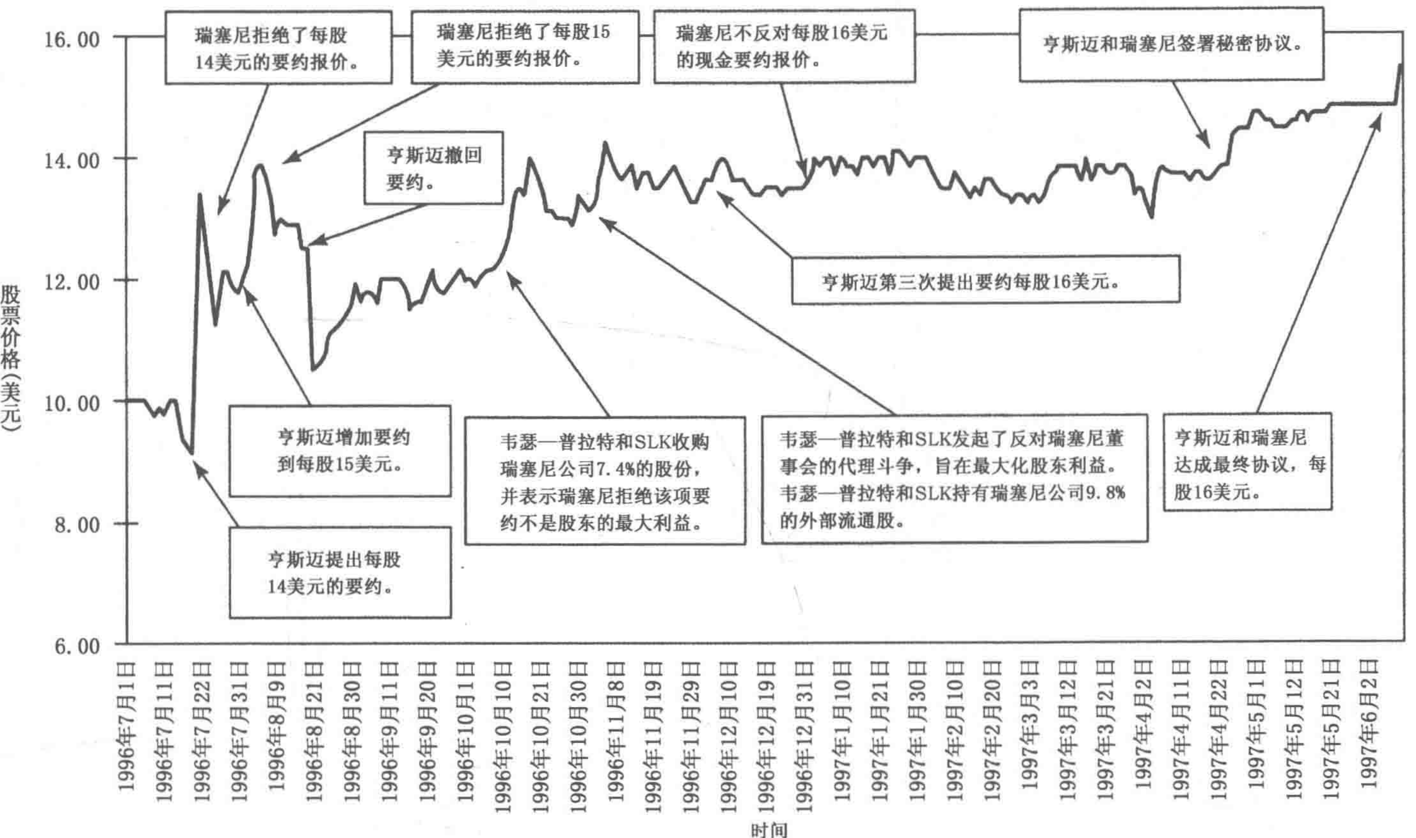



图7.2 瑞塞尼公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



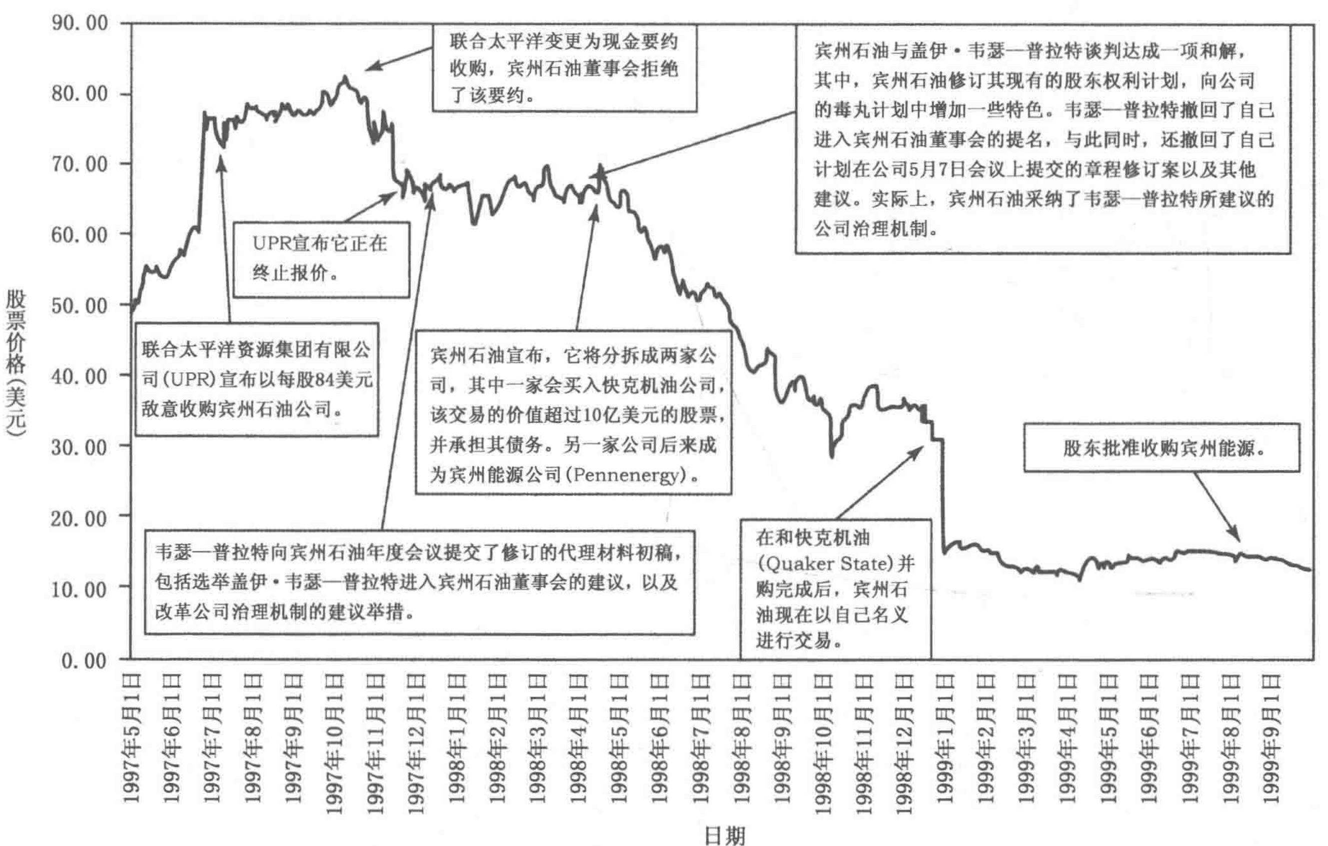



图7.3　宾州石油公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



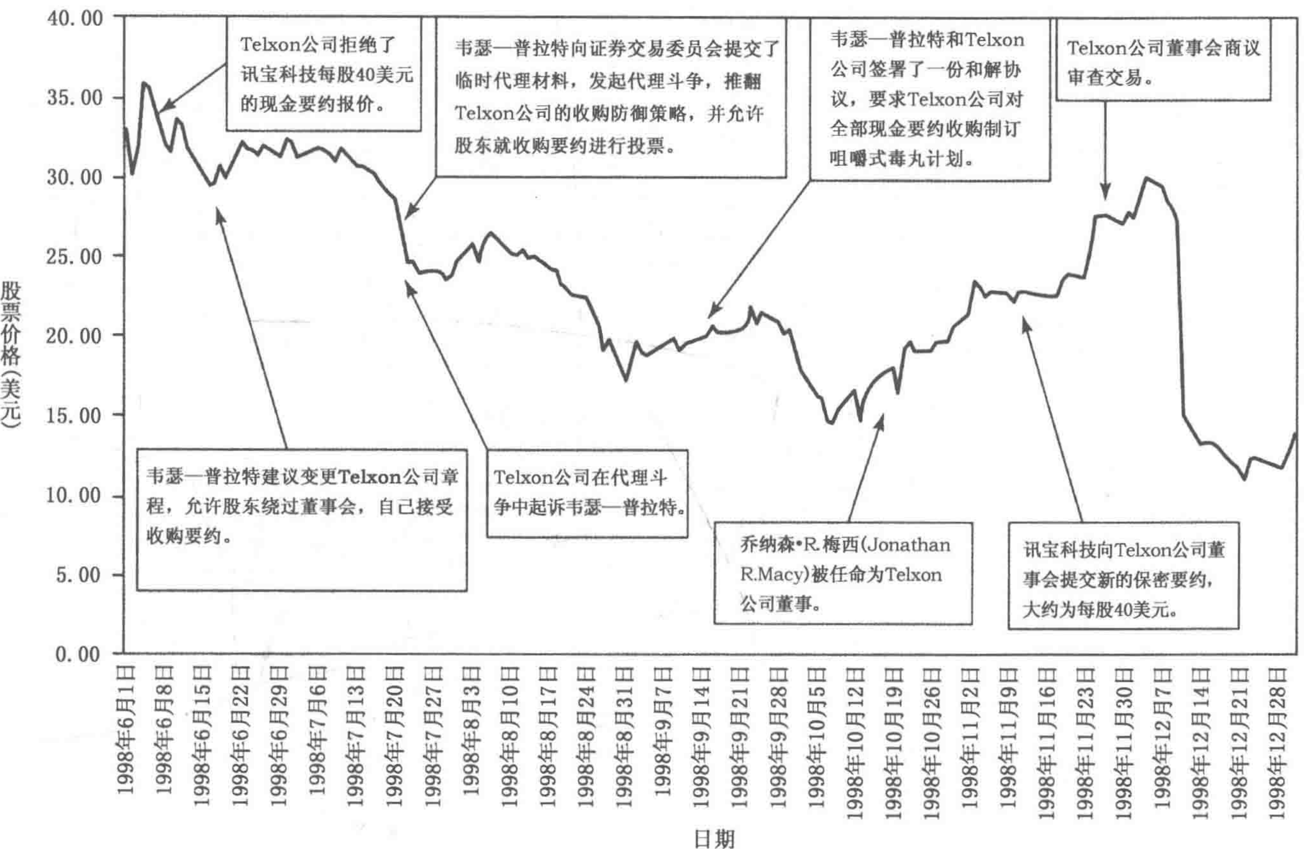



图7.4 Telxon公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1998 年，Telxon 公司收到讯宝科技公司(Symbol Technologies)的可谈判要约，再次遭受目标公司的抵制。对此，我们创建了自己称为“股东友好条例”的条款，其中规定，如果制定出收购提议，10%股票的持有者可以发起特殊会议，并且在该会议上大部分股份可以要求公司停止使用“毒丸计划”来阻止该要约。这是为了避免界定“合理要约”的问题。我们再次被目标公司起诉，但是在一项协议中，Telxon 公司指定韦瑟—普拉特向董事会提名，并且同意不使用“毒丸计划”来阻止每股 40 美元以上的有充分资金保证的要约。渐渐地，我们使用条例提案策略推进了反对根深蒂固公司董事会的工作(参见附录 C 图 C.4)。

(5)预防毒丸计划运动：联合碳化物公司(Union Carbide)

基于条例提案的成功经验，我们决定领导一场反抗毒丸计划运动。在下一年中，有数十家公司设置的“毒丸计划”即将到期，所有可能的目标公司会收到一项约束“毒丸计划”的决议。受到我们合伙人的赞助，包括威斯康星州投资委员会(SWIB)，以及其他基金，传达一份提议，修订公司章程，需要在毒丸计划续期之前经过股东大会批准。

我们的目标是让众多公司采纳我们这种更加对股东友好的“可咀嚼式毒丸计划”。开始时，我们试图阻止公司不经过股东批准就使用到期的毒丸计划，重新启动其当前的毒丸计划。

作为我们主要的目标，我们选择了联合碳化物公司。随之而来的斗争确实是一场长期的、艰苦的斗争，因为“毒丸计划之父”马丁·利普顿(Martin Lipton)等的支持，联合碳化物公司实施毒丸计划。我们和 SWIB 赢得了股东投票，取消了联合碳化物公司的毒丸计划。结果是什么？此后不久，联合碳化物公司收到了陶氏化学公司(Dow Chemical Corporation)的收购要约，在最近剥离了其保护铠甲之后，联合碳化物公司再也无法抵挡这项要约。该项收购顺利进行，“毒丸计划之父”成为一个最不高兴的人。现在，马丁·利普顿的大客户处于危险之中。这场胜利是一场有趣且有益的形势变化，但并不是由于你所期望的原因。我们并不拥有联合碳化物公司的股份。我们纯粹是依靠原则来行事。[1]

---

[1] Peg O'Hara, "A Poison Pill Revolt," Council of Institutional Investors, December 3, 1998, vol.3, no.40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



法律界的很多关注点集中于我们的股东权利条例,其中一些被放入附录中。[1][2] 有趣的是,截至 2008 年,特拉华州没有再挑战我们创造的条例。

## 过渡期

最终,我们的"积极套利"干预引起欧洲同行的注意,欧洲大陆正在把韦瑟—普拉特公司引入"主动行动"之中。这是维权职业的一个变种,其中,我们会评估股票低估的原因,无论是管理问题、战略问题、为获得特定战略优势资产、公司治理问题、大股东与小股东之间的股东冲突,还是当地的一些计谋,诸如"双重投票权"——在某些情况下,没有投票权,例如荷兰的"结构化政权"情况。在为这些低估值确定了原因之后,人们根据同类小组分析和其他相关的财务数据计算出价差,目的是确定不受妨碍的重组目标公司的潜在价值。其结果就是"价值缺口",并且通过"积极套利"方法产生了潜在回报。其中,人们会计算收购溢价和实际市场价格之间的差额。

到 2000 年为止,积极套利的斗争召唤在国际上获得巨大反响。法国财经杂志《资本》(*Capital*)刊登的一篇文章[3]与我们在法国的所有举措有关,其标题和图片就说明了一切:标题是"前海军陆战队队员在恐吓我们的老板";图片是一双牛眼紧紧盯着六位法国 CEO 的照片。最终,这让我们在德国、比利时、奥地利、西班牙和荷兰开展了行动。在每种情况下,我们都首先试图说服管理层;如果没有成功的话,那么股东会随我们一起向管理层施加压力,迫使其做出必要的改变,以实现我们之前计算过的潜在价值。

自 1995 年以来,我们在欧洲发起了 40 次行动,大部分案例都具有可操作性,"主动"式行动已经成为该项运动的中流砥柱。"积极套利"在本书出版之际仍然是非常有效的。例如,2008 年 5 月,卡尔·伊坎发起了一场代理战,说服不情愿的雅虎董事会接受微软公司的主动要约报价。

---

〔1〕 Jonathan R.Macey,"Shareholder Rights Will Be Next Battleground," *The National Law Journal*, February 16, 1998, vol.20, no.25.

〔2〕 Seth Goodchild and Daniel J. Buzzetta, "Shareholder Rights By-Law Amendment," *New York Law Journal*, October 30, 1997, vol.218, no.85.

〔3〕 "Cet Ancien des Marines Terrorise Nos Pattons," *Capital*, *April* 2000, *p*.22.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 第八章　总结与结论

源自各种各样的公司财务重组和再融资行为，产生了形式各样的情况，套利者就参与其间。笔者一直在关注那些包含一定风险程度的情况。风险原因会在价差中自我表现，因此为套利者提供了必要的机动性和潜在利润，这可以允许他承受这种风险。

为了理解并预测包含在各种情况下的证券行为，需要比正常情况下投资大众所进行的分析更进一步。应该对财经报纸以及公司官方就特定要约价值发表的声明持怀疑态度。

这同样适用于券商研究部门的声明，它在试图解释拟收购新娘公司的市场行为或其技术图表形态。她的卖出价格不是过度供应或供应不足，而只是由于专业套利的集体行为，他们一起基于如下因素确定卖出价格：(1)平价计算；(2)风险评估；(3)可能时间表的估计；(4)资金的可用性和成本；(5)可代替的回报率。

套利者在这些情况下的进出行为，产生了某种其他市场现象；例如并购后卖出压力、交换要约压力、税收逆转和“互换”安排。所有这些现象都会在市场上留下特殊痕迹。

在风险套利情况下，套利者能够把大量资金投入高度分散化的投资组合中，这样就能够获得很不错的利润。他们特别受益于为其头寸的低融资需求以及套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利团体的会员身份。缺少上述先决条件，建议私人和机构投资者不要在这些交易中投资，而是投资证券。

但是，对于投资大众和投资机构而言，仍然有些选择，可以完全避免卷入风险套利之中。每一项提议的并购、要约收购或者资产重组，都会涉及现有种类或新种类证券的发行。实际上，在每种情况下，迟早都会出现价差，所存在的价差就可以转换为一种折扣。因此，提供给公司一种机会，来买入他们想购买的证券——新郎公司，通过买入拟议的新娘公司，以某种折扣，达到他们实际或期望的市场价格(在发行新种类证券的情况下)。在本书正文以及附录 A 中，这种情况被描述为“创造”证券。因此，对于股份转换，Y 卖出价为 10 美元，X 卖出价为 5 美元，如果人们根据其自身的优势想买入 Y，那么他可以只买入 X，从而能节省 5 美元。在新高级可转换证券涉及其中时，该过程看起来似乎更加诱人。例如，如果一份新可转换优先被提供出来，并且预期卖出收益为 10%，通过该折扣操作，投资者可能会创造出收益为 15%的优先股。在这种情况下，投资者参与到风险套利的多方似乎很有必要。当然，基本假设就是并购或重组将会受到影响。尽管私人投资者通常不会在某个头寸中估算这个概率，但是机构投资者，多亏其惊人的经济力量，通常情况下会弄清楚必要的基本事实，来做出准确判断。有些强烈的迹象表明，机构投资者正在越来越多地利用这种公司重组所产生的折扣。对于那些有绩效意识的机构而言，该行为在实现折扣的过程中会带来内生式绩效因素。

这些“折扣创造”的变量包括，卖出新郎公司多头头寸，并且通过新娘公司以折扣价格再重新买回。利用上述的 X 和 Y 案例，如果人们做多 Y，就可以每股 10 美元的价格卖出多头头寸，并且马上以每股 5 美元买入 X 重新建立该头寸，只要并购成功完成，可以实现账面利润每股 5 美元。这具有重要的税收含义：人们可以避免在重新建立头寸过程中激活“虚假交易”规则。唯一的要求是，在股东大会之前，X 和 Y 被认为是本质上不相同的证券，在卖出 Y 多头头寸的同时，买入 X。

通过买入技术上遭受压制的新郎公司股票，也有可能会从套利活动中获利。从关注套利卖出压力中可以看出些端倪，私人投资者和机构投资者都能够通过购买套利者清盘的证券，进行一些极为合理和健全的投资。它们包含的风险似乎是最小的；有时回报极为丰厚。在涉及新郎公司未来发展前景这方面，套利者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


绝对没有耐心。通常情况下,这些证券的真正投资者的一些耐心会产生更大回报,超过了那些本来可以通过套利交易本身所产生的回报。

与此同时,它应该强调的是,套利者的活动向市场增加了额外的流动性因素,尽管其动机仅是追求回报率。套利者会为新娘公司做出大宗报价,并且卖出大宗新郎公司股票,只是为了建立其套利对冲头寸。因此,在寻找潜在的供应来源或者需求来源的过程中,机构投资组合经理总会进行核实,看看讨论中的证券是否涉及某种套利。如果他发现在其市场的对手方出现了适宜且温和的套利者,那么其任务就很容易完成了。

之后,很明显的是,套利者向证券中注入了更多的流动性,从而获得了其经济合理性。流动性是大型或机构投资的一个重要的先决条件,因此为储蓄提供了很强大的激励。此外,当证券可销售时,投资者愿意在其投资中接受更低的回报,并且投机者愿意承担他们原本所要规避的风险,因为知道他们能够通过即时再销售来控制其损失。因此,流动性导致那些用储蓄来投资的人买入证券;反过来,这又降低了经济的资金成本。

摩根·埃文斯(Morgan Evans)更进一步说:“由于所有套利者有着几乎相同的成本,并且没有任何一家套利公司足以控制该领域的业务,从传统意义上来讲,我们是纯粹的竞争……”[1]因此,套利团体在他们参与的各种情况中,通过稳定证券价格,发挥了其不可或缺的经济性作用。

---

[1] Evans, loc.cit., p.32.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 附录 A

以下是对所计算出平价的样本重组建议。计算的前提是，使用在特定建议出台时的利率结构和交易成本。因此，最终计算结果表明，它与当前费用结构和资金利率所计算的结果大相径庭。

“价差”或潜在利润随平价的具体情况而定。基于税前总额进行计算。正常情况下，从这些数据中，人们会调整这些交易因素，如券商、所得税和转让税、多头和空头股息，以及对私人投资者而言所存在的佣金。

在每种情况下，涉及的所有证券价格取自同一天。

## 具有两种即时转换率的新发行可转换优先股

条件：1 股兰迪斯机械(Landis Machine，115 美元)＝市场价值 90 美元的泰莱达因(Teledyne)3.50 美元可转换优先股(226 $\frac{1}{2}$ 美元)＋1/2 股新的 6 美元优先股，其中每股在任何时候都可以转换为 0.67 股泰莱达因普通股(113 $\frac{5}{8}$ 美元)，但是，在完成日之后 30 天内，可以转换成市场价格为 100 美元的泰莱达因普通股，该市场价格由泰莱达因普通股在完成转换日当天的收盘所决定。

平价：证券包的每一部分必须单独处理。首先拿出 3.50 美元的优先股，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以转换成 2 股泰莱达因普通股。我们注意到，这种优先股交易时，在其普通股转换平价上存在折扣。

$$226\frac{1}{2}\text{美元 vs. }2\times113\frac{5}{8}\text{美元}=227\frac{1}{4}\text{美元}$$

该优先股 90 美元的市场价值取决于其在 1968 年 4 月 10 日结束当天之前 10 个营业日的平均收盘价。利用 1968 年 4 月 3 日的泰莱达因股票价格，计算该普通股的可能比率应该不是一件太困难的任务，尽管其有波动性(请记住，无论优先股所确定的比率是多少，由两个因素相乘，就可以得到每股优先股将获得普通股的数量，鉴于优先股的折扣，这就是我们应该想做的事情，从而可以获得的价值会略多于优先股)。极有可能的是，普通股价格在接下来的 5 个交易日内不会出现超出 105～125 美元区间的波动。利用这些价值所呈现出的极为平缓的概率分布情况，我们得到该普通股在平均周期内的预期价值为 115 美元。这是该优先股大约 230 美元价格的平均值。

因此，有

90 美元/230 美元＝0.391 股优先股或 0.782 股普通股

将该比率应用到泰莱达因当前股价中，证券包的第一部分的价值为：

$$0.782\times113\frac{5}{8}\text{美元}=89.05\text{ 美元}$$

新的 6 美元可转换优先股的处理有点儿不太明显，而且实际上非常简单。每股优先股 0.67 的转换率会产生：

$$113\frac{5}{8}\text{美元}\times0.67=76.13\text{ 美元}$$

请记住，在 30 天内，我们肯定会获得每股优先股 100 美元——而不是 76.13 美元，我们当然想获得更高的数字。由于 100 美元是基于完成转换日当天收盘价计算而来的，人们所要做的就是确定所选择的日期，并且“在市场收盘时”和专家一起发出泰莱达因普通股的卖出指令，从而保证正好等于该比率。

总价差：

$$89.05\text{ 美元}+\frac{1}{2}(100\text{ 美元})-115\text{ 美元}=25.05\text{ 美元}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 具有延期转换权利的新发行可转换优先股

条件:1 股联合果品(82 美元)＝1 股新的 2 美元萨帕塔—诺尼斯优先股——在 90 天后转换成 1.4 股普通股(61 美元),并且自 1971 年 2 月 1 日起转换成市场价值为 120 美元的普通股,其中规定,优先股应该在稍后日期内可转换成不超过 2 股普通股。

平价:优先股应该具有略低于在 90 天内转换平价的现值;61 美元×1.4＝85.40 美元。从长期角度来看,计算出,在最糟糕的情况下(从市场价值的角度来看)人们会通过转换获得 2 股普通股:通过以 82 美元买入联合果品,人们在两年后以 41 美元买入萨帕塔—诺尼斯。只要萨帕塔—诺尼斯普通股在两年后高于 60 美元,每股优先股会获得 120 美元的市场价值。因此,人们必须为该 120 美元匹配一个折扣因素。这是基于萨帕塔—诺尼斯在两年内会达到 60 美元以上,以及人们投资于类似公司普通股所获得的预期回报,即其他投资可能性的机会成本。后者是一种相当主观的计算。人们必须记住,萨帕塔—诺尼斯的普通股不支付股息,而新优先股会支付 2 美元。鉴于(当时)该公司高度重视投资团体,并且有着令人印象深刻的增长纪录,之后两年内至少达到 60 美元的概率被认为是非常高的。我们假设萨帕塔—诺尼斯的价格为 61 美元,估计会于 1971 年 2 月 1 日产生预期价值为 54 美元。因此,2×54 美元＝108 美元,该数值是以某种选择利率进行折扣后所达到的现值。既然选择每年期望回报率为 10%,那么人们必须扣除当前优先股每年获得的股息收益,大约为 2.35%:$\frac{2}{85}$美元(把 85 美元作为转换价值)。利用复利表,以及 10%的折扣因素——2.35%,人们可以得到,优先股现值为 92 美元。

总价差:

在 90 天内转换－85.40 美元－82 美元＝转换溢价 3.40 美元

＝92 美元－82 美元

＝10 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 为两家并购公司股价而发行的新公司普通股(典型的“合并”)

条件:1 股帝国伊士曼(Imperial Eastman,30 美元)=0.86 股新 ITE 帝国公司

1 股 ITE 断路器公司(ITE Circuitbreaker,80 美元)=2 股新 ITE 帝国公司

对价:并购双方组建新公司,并且给出了相同的变化比例,这里,平价计算无疑是最为复杂的一种情况。我们可能首先要尝试通过确定新公司预计收入的资本化率来计算平价。对于套利者来讲,这种方法有点过于理论化,他们必须以某种方式对冲市场的冲动。在套利者建立头寸时,什么才算是“适当的”资本化率,可能不再是 3 个月后该交易完成时的情况,并且套利者试图以盈利状态卖出新公司的股份。那么,在实际情况下,人们必须找到一种对冲方法:必须卖空某些股票! 答案就在于,由于两家公司都正在接受 ITE 帝国公司的新股份,并且根据公理,“与同一事物相等的两个事物,相互之间也是相等的”,可以计算出一个比率,表示帝国伊士曼和 ITE 断路器公司之间的关系。由于 1 股帝国伊士曼=0.86 股新公司股票,那么 1 股帝国伊士曼=0.86/2=0.43 股 ITE 断路器公司。因此,人们可以为每股买入的帝国公司卖空 0.43 股 ITE,从而“锁定”其利润。当该并购完成时,每股帝国公司股票就会收到 0.86 股 ITE 帝国,后者用于结清 0.43 股 ITE 断路器公司空头头寸(因为 0.43 股 ITE 断路器公司=0.86 股 ITE 帝国公司)。

总价差:

0.43×80 美元-30 美元=34.40 美元-30 美元=每股帝国伊士曼 4.40 美元。

## 具有已延期转换权利优先股新公司的新可转换优先股

条件:1 股阿美拉达石油公司(Amerada Oil,102 美元)=1 股新的 3.50 美元新公司优先股,1 年后可以转换为 2.2 股新公司的普通股。

1 股赫斯石油(Hess Oil,54 美元)=1 股新公司普通股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对价：要是马上转换该新优先股，那么确定比率就是一件简单的事情，比如说，假设新优先股转换为 2.2 股普通股，1 股赫斯石油＝1/2.2 阿美拉达＝0.455 股阿美拉达。然而，由于具有延期转换功能，人们必须计算该优先股的价值，并因而得到每股阿美拉达的平价。由于 1 股赫斯＝1 股新公司普通股，人们现在可以卖空 2.2 股赫斯石油，并且计算出该新优先股的价值为 2.2×54 美元＝118 美元。然而，这只是 1 年之后的价值，因此，我们必须计算该优先股的现值。再次重申一下，在这个计算过程中会有一些主观因素，但是我们假设，由于我们可以通过以每股 54 美元做空 2.2 股赫斯石油，从而获得无风险收益，在这类工具上的期望回报率应该是 10％左右。既然该优先股在一年内会支付 3.50 美元的股息，为了可以转换并得到 118 美元，我们必须持有该优先股，将会获得大约 3％的股息收入，因此我们的净折扣因素应该约为 7％，赋予该优先股的现值为 109.75 美元。

总价差：

109.75 美元－102 美元＝每股阿美拉达 7.75 美元。

## 新发行可转换债券

条件：1 股联合太平洋公司 4％优先股（10 美元）＝1999 年到期的新联合太平洋公司 $4\frac{3}{4}$％债券的 10 美元本金，转换为 1.75 股普通股（54.50 美元）

平价：以 10 美元买入 1 股优先股，相当于以 10 美元创造 10 美元债券本金，或者说平价债券。在转换时，该债券价值等于 1.75×54.50 美元＝95.375 美元。再次利用第三章所描述的分析，得到可能的当前收益为 $4\frac{5}{8}$％，或者说价格为每只债券 103 美元。这等于在转换时的 8.4％溢价。该计算也基于这样一个事实，普通股产生了 3.6％的收益，债券的保证金率为 60％，这就意味着会有很多投机者会买入它们，并且该铁路公司之后会被重组进一家控股公司，鉴于其多元化的前景、宝贵的土地储备等因素，它有惊人的并且极其优秀的增长潜力。

总价差：

每 10 美元本金 10.30 美元－10 美元＝每只 4％的优先股 0.30 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



## 普通股加上新发行的直接优先股

条件:1 股布拉德(Bullard 32 美元)=0.44 股白衣整合公司(White Consolidated)普通股(42 美元)加上 0.43 股新的 3 美元优先股,票面值 50 美元。

平价:以 32 美元买入 1 股布拉德,以 42 美元卖出 0.44 股白衣整合普通股,人们创造 0.43 股新的 4 美元优先股的价格为:

32 美元－(0.44×42 美元)=13.42 美元

因此,1 整股新优先股的创造价格为 13.42 美元/0.43=31.21 美元。按照这个价格,该优先股的当前收益为 9.612%。基于白衣整合公司在纽约证券交易所业已交易的两只直接优先股,人们可以确定地计算出该新优先股可能的当前收益率为 7.9%,或者说,价格为 38 美元。

总价差:

38 美元－31.21 美元=6.79 美元每股优先股

(42 美元×0.44=0.43×38 美元)－32 美元=35.78 美元－32 美元

=3.78 美元每股布拉德

## 具有看跌期权的普通股

条件:1 股联合无线电公司(Allied Radio,17.50 美元)=0.9 股 LTV 凌特亚(LTV Liug Altec,21 美元),具有人们可以回售给 LTV 凌特亚的条款——80%的证券会获得担保价格 22.20 美元。

平价:普通股低于看跌期权价格时,人们必定会把 0.9 股中的 80%=0.72 股卖给公司。因此,0.72×22.20 美元=15.90 美元。剩余的 0.9－0.72=0.18 股,会以 21 美元的价格卖出。因此,0.18×21 美元－3.78 美元+15.98 美元=19.76 美元。

总价差:

19.76 美元－17.50 美元=2.26 美元

## 普通股加权证

条件:1 股克莱维特公司(Clevite,87 美元)=1.55 股美国冶炼公司(U.S.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Smelting)普通股(55 美元)加上 1 股以 60 美元买入$\frac{1}{2}$股普通股的 10 年期权证。

平价:通过以每股 87 美元买入 1 股克莱维特,以 55 美元卖出 1.55 股美国冶炼公司,人们创造权证(买入$\frac{1}{2}$股普通股)的价格为 87 美元－1.55×55 美元＝1.75 美元。因此,人们创造买入 1 整股的权证价格为 3.50 美元。

权证估值是一门正处于发展中的艺术,但是,给予一定的指导,人们就能够得到一种合理的评价。权证的价值取决于到期日、执行价、普通股价格、该普通的波动性和投机性,以及公司的增长前景。投资银行家协会进行的一项研究指出,权证具有溢价和内在价值。“溢价被定义为期权的市场价值减去内在价值。”正常情况下,溢价产生的原因是,期权买方购买了标的证券本身未来价值的参与权。较低的资金需要创造出一种杠杆——潜在回报占风险基金的一定百分比,同时限制了潜在美元损失,因此,买方愿意为该期权支付超过内在价值的资金。举例来说,如果某只股票卖出价格为 25 美元,然而以 22 美元买入该股票的期权售价为 12 美元,那么内在价值是 3 美元,即 25 美元(该股票的价格)减去 22 美元(执行价)。溢价为 9 美元,即 12 美元(期权的价格)减去 3 美元(内在价值)。另外,假设该股票卖出价格为 20 美元,而以 22 美元买入该股票的期权价格为 7 美元。那么,由于该股票低于行权价,就不存在内在价值。溢价是 7 美元,就是期权的价格。平价意味着行权价和期权的标的证券的市场价值相等。[1]

美国独立银行家协会的报告声称,对于一张到期日超过 2 年的权证而言,只会对溢价产生少量影响。因此,10 年期权证与 2 年期权证应该具有大致相同的价值。该报告进一步表明,下述的平均值是普遍性的。[2]

| 股票期权的市场价值与行权价的比率(%) | 期权的市场价值与行权价的比率(%) |
|---|---|
| 80 | 28 |
| 90 | 34 |
| 100 | 41 |
| 110 | 48 |
| 120 | 55 |

[1] 1963 年 10 月 8 日,投资银行家协会给国税局的报告。对于后面的分析,参见 D. Gralai and M. I. Schueller, “Pricing of Warrants and the Value of the Firm”,以及其中所引用的文献。

[2] 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基于上述内容，人们可以把 34%的行权价归于美国冶炼公司权证，因为普通股价格与该行权价的比率大约为 90%。因此，55 美元的 34%=18 美元。

总价差：

18 美元－3.50 美元＝每份权证 14.50 美元

或：

85.25 美元＋$\frac{1}{2}$×18 美元＝94.25 美元－87 美元＝每股克莱维特 7.25 美元

## 具有内置式(不可拆分的)权证的新发行可转换优先股

条件：1 股米列—高斯—德克斯特公司(Miehle-Goss-Dexter，34 美元)＝1 股新北美罗克韦尔公司(North American Rockwelly)1.35 美元优先股——可转换成 0.9 股普通股(41 美元)，具有在 10 年内支付 10.125 美元购买 0.225 股普通股的权利。

平价：人们必须首先关注可转换优先股的自身优点，而无须考虑额外的购买权，这实际是一种权证。优先股本身不会在普通股上产生任何优势，因为后者每年支付 2 美元，以致该优先股转换时支付 1.8 美元(0.9×2 美元)而不是优先股自身的 1.35 美元。因此，该优先股应该不会产生溢价，并且与其转移平价基本相等，以实际的价格表示，就是 0.9×41 美元＝36.90 美元。当转换成一整股权证时，额外附加的权利是以 45.55 美元购买 1 股普通股的权利。当普通股市场价格等于行权价的 90%时，利用表格，该权证应该会有一个市场，大约为其行权价的 34%，或者说 45.55 美元的 34%＝15.49 美元。因此，权证的 0.225 股普通股的价值大约为 3.50 美元。因此，在既定价格下，平价是 36.90 美元＋3.50 美元＝40.40 美元。

总价差：

40.40 美元－34 美元＝6.40 美元

## 普通股加新发行债券加新发行权证

条件：1 股格伦奥尔登公司(Glen Alden，16 美元)＝$\frac{1}{4}$股快速美国公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(Rapid American)普通股(33 美元)+$\frac{1}{2}$股以 35 美元买入 1 股普通股的 25 年期权证+本金 4 美元利率 7%的 25 年期新次级债券。

平价:在这种情况下,人们必须确定自己是创造一种权证,还是创造一种债券。如果人们希望创建一种权证,就可以为该债券确定一种保守的价格;如果人们希望创建一种债券,同样地为权证确定一种保守的价格,通过这种方法就可以完成相关操作。格伦奥尔登债券是一种投机性债券,正常情况下,以极高的到期收益率卖出,因此会有一个大的折扣。与其他格伦奥尔登债券相比,人们可以看到其价格大约为新债券价格的 65%。因此,该权证,或者以$\frac{1}{2}$份权证为例,其创建价格为:

16 美元$-\frac{1}{4}\times 33-0.65\times 4$ 美元$-$16 美元$-$8.25 美元$-$2.60 美元$=$5.15 美元

因此,一整份权证的创建价格为 10.30 美元。现在的问题是,这个新权证所拥有的价值是否超过 10.30 美元? 有鉴于快速美国公司的投机性特征,并且其普通股以执行价的 95%卖出,所以该权证的市场价值应该约为执行价的 40%,或者说 35 美元的 40%=14 美元。

总价差:

14 美元$-$10.30 美元$+$3.70 美元每份权证

(8.25 美元$-$2.60 美元$+$7 美元)$-$16 美元$=$17.85 美元$-$16 美元

$=$1.85 美元每股格伦奥尔登

## 新发行的债券加权证,可利用债券面值替代执行权证的现金(二者交易均基于“发行前交易市场”)

条件:1 股沙龙钢铁公司(Sharon Steel,41 美元)=1994 年到期 70 美元本金利率 5%的新 NVF 次级债券(“发行后”以 41%的报价交易)加 1 $\frac{1}{2}$份以 22 美元买入 1 $\frac{1}{2}$股普通股的权证(“发行后”以 10 美元报价交易)。

平价:表面上,这看起来是相当简单的计算:(70 美元×0.41)+(1 $\frac{1}{2}$×10 美元)=28.70 美元+15 美元=43.70 美元。但是,该债券的面值可以用来代替现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金执行该权证，如果人们从这个角度来看，结果就会大相径庭。债券的价格(0.41)×权证(22 美元)的执行价，会让你得到真正的权证行权价 9.02 美元。因此，该权证内在价值，或者说平价，就是普通股($21\frac{1}{8}$美元)—真实的行权价或者 21.125 美元—9.02 美元=12.325 美元。由于该权的卖出价格仅仅为 10 美元，所以这与其内在价值有一个折扣。因此，在这种情况下，就有必要让人们来行权，并且每份权证获得 1 股普通股。在本案例中，由于证券包包括 $1\frac{1}{2}$ 份权证，$1\frac{1}{2}$×21.125=31.687 5美元。但是，在行权的过程中，人们已经用掉债券本金的 $1\frac{1}{2}$×22 美元(行权价)=33 美元。因此，人们还余下的债券本金为 70 美元—33 美元=37 美元。由于后者报价为 0.411，有 0.41×37 美元=15.17 美元。加上执行权证所获得的普通股价值，总价值就等于 15.17 美元+31.69 美元=46.86美元，这是 3 美元加上高于更明显计算的值。

总价差：

46.86 美元—41 美元=5.86 美元

## 普通股的准确数量基于平均价格方程

条件：1 股吉恩公司(Gim Corp，33 美元)=施乐公司(280 美元)的 40.50 美元市场价值，准确的数量取决于在并购完成之前施乐在纽约证券交易所 15 个营业日的平均收盘价。只要施乐公司的价格介于每股 239～312 美元，就保证每股吉恩公司的价格为 40.50 美元。

平价：乍一看，人们可能试图以保证价格 40.50 美元作为平价。然而，请记住一个重要事实：该价格只在特定区间内才得到保证。施乐公司的 239 美元和 312 美元这两个参数表示，每股吉恩公司的分布区间为 0.13～0.17 股施乐(40.50/312=0.13，40.50/239=0.17)。因此，在施乐公司股价低于 239 美元时，1 股吉恩公司在该公式中只会得到最大的许可分配(0.17)，在高于 312 美元时，1 股吉恩公司会得到不超过 0.13 的最低分配。因此，该交易的价值是多少？人们必须计算出，无论施乐公司的真实价格是多少，甚至确定最终比率的最终平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价格，当前，人们只能确切地计算出最低分配为 0.13。如果套利者得到最大值 0.17，并且施乐公司股价上涨到 350 美元，那么他就发现自己深陷于巨大麻烦之中，已经卖空了施乐的最大部分，只被赋予了最小部分的权利。另一方面，如果他没有进行任何卖空，并且施乐公司股价下滑至 200 美元，他也会深陷麻烦之中，因为凭借其吉恩公司的多头头寸，他相应地以非常高的价格做多了施乐公司。因此，套利者必须做安全的事情，每股吉恩公司卖空 0.13 股施乐。按照规定的价格，这意味着 280 美元×0.13＝36.40 美元。如果在以后的时间施乐的平均价格确定为 255 美元（这是本次并购实际发生的情况），那么该套利者就有权利每股吉恩公司获得额外0.022 5股施乐，这就是意味着每股吉恩获得额外的 5.74美元，或者说实际平价为 42.14 美元——高于保证价格。

总价差：

按照规定的价格，36.40 美元－33 美元＝3.40 美元。

## 新发行的可转换优先股，其中转换价格建立在平均价格（在特定的时期内确定）上的一个既定百分比，对于这样确定的转换价格具有特殊限制

条件：1 股岛溪煤炭公司（Island Greek Coal，64 $\frac{1}{2}$ 美元）＝0.65 股新的 4 美元西方石油公司（Occidental Petroleum）优先股（113 $\frac{1}{2}$ 美元）转换为在平均市场价格上 12 $\frac{1}{2}$%，最低转换价格为 75 美元，并且最高转换价格为 105 美元。

平价：首先，该转换价格必须换算成每股岛溪煤炭与西方石油公司普通股的比率。因此，每股岛溪煤炭的最小值应该为：

0.65(100/105)＝0.618 9股西方石油公司

并且，最大值为：

0.65(100/75)＝0.866 5股西方石油公司

用西方石油公司普通股价格乘以每个比率，我们就可以得到上限为 98.35 美元，下限为 70.25 美元。再次重申，套利者必须以谨慎保守为指导准则，以致就目前而言，他唯一可以绝对计算出的数量是较高的转换价格，因此是较低的美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元价值。这是因为，如果他每股岛溪煤炭卖空0.866 5股西方石油，随后在平均期间确定较高的转换价格，就会做空 0.248 股西方石油公司，以当前的价格来讲，这相当于 28.15 美元的潜在损失。此外，如果他做空较少的数量，其后确定较低的转换价格，就有权利获得更多的西方石油股份，从而得到更多利润。因此，平价为 70.25 美元。由于新的优先股会因基于真实价格的转换平价产生 3.7%收益率，所以该优先股存在溢价的情况就会令人怀疑。然而，要是普通股价格走低，那么溢价或许会更加明确。

总价差：70.25 美元－64.50 美元＝每股岛溪煤炭公司 5.75 美元

## 新发行的可转换优先股，其中转换价格建立在平均价格（在特定的时期内确定）上的一个既定百分比，对于这样确定的转换价格没有限制

条件：1 股伊莱克斯（28 美元）＝0.32 股新的 4.50 美元联合食品公司（Consolidated Foods）优先股（64 美元），转换为在股东大会之前 3 周期间的平均市场价格上增加 $12\frac{1}{2}$%。

平价：要么在发给股东代理邮件之前 3 周，要么在股东大会本身之前 3 周，该期间就确定了联合食品公司普通股的平均价格，选取的时间段取决于哪一个对伊莱克斯最为有利。显然，后者希望获得较低的转换价格。

对于套利而言，问题是在平均期间为联合食品公司确定可能的价格区间。由于本案例中的价格自转换价格确定以来已经存在了 1 或 2 个月时间（取决于人们考虑哪 3 周时间），套利者必须围绕当前价格 64 美元建立一个置信区间。基于当时整体市场的强势和趋势情况，人们在 95%的置信度预测，该股票价格会在之后 2 个月内介于 60～68 美元。由于转换价格基于平均价格之上$12\frac{1}{2}$%来计算，这些限制意味着转换价格介于 67.50～76.50 美元，或者说每股新优先股获得 1.48～1.31 股普通股，这种情况相当于转换平价区间为 83.84～95.72 美元，或者说平价收益为 5.3%～4.7%。鉴于之后存在的利率结构，以及基于普通股 1.35%～1.85%的收益率优势，预计新优先股的卖出价格为 93～100 美元。

再次重申，人们必须选择区间的较低价格。因为每股伊莱克斯的平价是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



0.32×93 美元＝29.76 美元。

总价差：

29.76 美元－28 美元＝1.76 美元

## A 公司证券提供给 B 公司，转而收购 C 公司证券

条件：1 股圣瑞吉斯纸业（St.Regis Paper 40 美元）＝0.1 股 RCA 普通股（43 美元）＋0.425 股 4 美元可转换优先股（101 美元）

1 股东州公司（Eastern States 62 美元）＝1.6 股圣瑞吉斯纸业（40 美元）

平价：就后者并购本身而言，平价为 1.6×40 美元＝64 美元。然而，如果人们可以正确地假设两个并购都会圆满完成，那么 1 股东州公司＝1.6×0.1 股 RCA 普通股＋1.6×0.425 股 4 美元优先股，或者 0.16 股 RCA 普通股＋0.68 股 4 美元优先股。因此，每股东州公司的平价是 0.16×43 美元＋0.68×4 美元优先股。由此，相对于之前的 64 美元平价，每股东州公司的平价是 0.16×43 美元＋0.68×101 美元＝75.56 美元。换句话说，人们通过买入东州公司或者圣瑞吉斯纸业公司，就可以创造出 RCA 优先股。如果是后者，人们创造该优先股的价格为（40 美元－0.1×43 美元）/0.425＝84 美元。如果是前者，价格为（39 美元－0.1×43 美元）/0.425＝81.61 美元。

总价差：

每股东州公司 75.45 美元－62 美元＝13.45 美元，或者每股通过东州公司创造出来的优先股为 101 美元－81.61 美元＝19.39 美元。

## 一份交换要约为 49%的 A 公司股票转换为 B 公司债券，之后的并购以 B 公司可转换优先股交换 A 公司剩余股份，最初交换要约如果超过 49%所要求的债券，就会按比例分配；如果超过 49%所要求的债券，就抽签选择

条件：1 股杨斯顿钢铁公司（Youngstown Sheet & Tube，48 $\frac{1}{2}$ 美元）＝杨斯顿公司最多为 49%的外部流通股报价 70 美元本金新的 7 $\frac{1}{2}$%莱克斯公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(Lykes Corp.)25 年期次级债券,对于剩余的 51%股份,1 股新的 2.50 美元莱克斯优先股转换为在完成之前的平均期间市场价格的 110%,最大转换为 1.98 股莱克斯普通股(30 美元),最小转换为 1.36 股。

平价:第一项任务是分别确定证券包每一部分的市场价值。该债券具有 $7\frac{1}{2}$%息票,可以证明具有大约 85%的价值,这意味着每股杨斯顿公司的价格为 0.85×70 美元=59.50 美元。如果在平均期间实际的普通股价格占优势,该优先股的转换价格就会是 33 美元,或者说转换平价为 54 美元。该优先股也应该会产生溢价,以使得其市场价值应该约为 57 美元。从市场价值的角度来看,该债券明显是更为有利的选择。然而,假设按比例处理该份交换要约,人们只能确定地计算出自己 49%的股票会收到该债券。因此,人们可能遇到的最糟糕情况就是,59.50 美元+51%×56 美元=29.15 美元+28.56 美元=57.71 美元。然而,由于获得债券是一种应税交换,因此,有很大的可能是,很多股东不会要求这种债券,以致那些需要该债券的人们可以按相应比例获得更多数量,由此可能获得的总价值会更加接近 59.50 美元。

应该注意的是,如果交换要约不是按比例分配,而是通过抽签选择其中的 49%,那么甚至有更大的机会是,单一股东的股票要么获得债券,要么获得优先股,而不是二者兼而有之。在本案例中,人们必须保守地假设,其股票只要收到优先股,而没有任何债券。在这种情况下,从严格意义上讲,平价就是优先股的平价。如果出现意外情况,人们会获得一定量的债券,那就更好了。

总价差:

按比例分配,57.71 美元−48.50 美元=9.21 美元;

按抽签,56 美元−48.50 美元=7.50 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 附录 B

1982 年 6 月，司法部颁布了一套新的准则，描述该部门在分析并购时所使用的一般原则和特殊标准（见图 B.1）。联邦贸易委员会马上表示支持该准则，并以此作为自己政策的指引。这些准则代表着自 1968 年以来的首次变化，并且改善该部门并购执行政策的可预测性方面还有很长的路要走。当然，仍然会有很多并购并不完全符合这些特殊准则，需要由套利者进行判断。流程表很好地描述了该部门关于三种类型并购中反竞争性的准则。

尽管横向和纵向并购政策在很大程度上没有出现变化，但是，作为在横向并购方面解释市场集中度的援助部门，司法部建议使用赫芬达尔—赫希曼指标（HHI）。通过加总相关产品和地域市场所有公司单个市场份额的平方，就可以计算出 HHI。该指标扩大了市场集中度分析，从 1968 年以来所采用的前 4 家公司的集中度，到现在包括整个市场的组成份额，同时，仍然给予较大公司市场份额较大的权重。该部门将产业集中频率划分为三个区域，包括非集中区域（HHI 低于1 000）、中等集中区域（HHI 介于1 000～1 800）和高度集中区域（HHI 高于1 800）。

在横向并购评估过程中，该部门既考虑并购后的市场集中度，又考虑源自并购的市场集中度增加情况。并购所引起的指标增加量，可以通过两家公司产品市场份额乘以 2 来确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



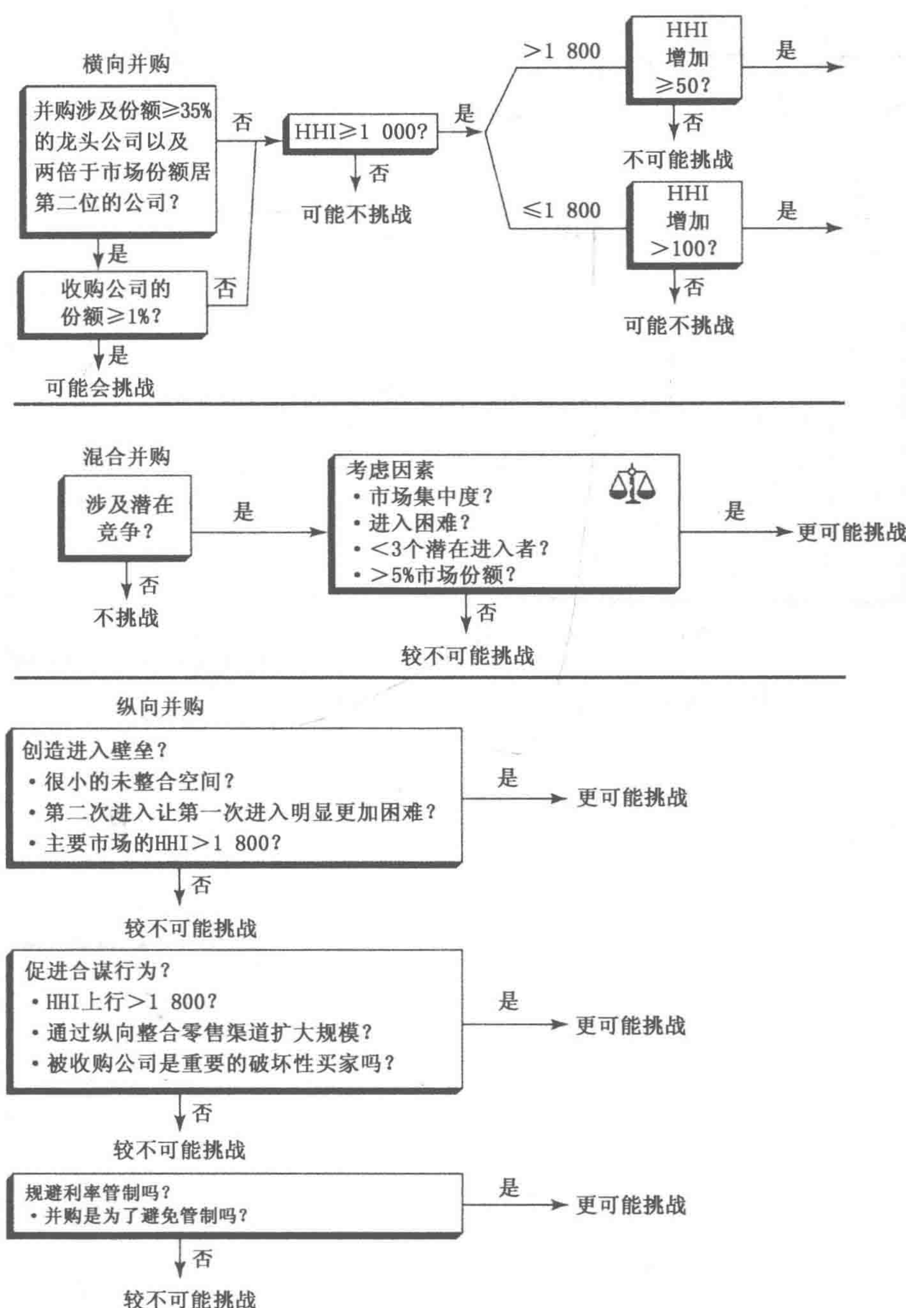



图 B.1　司法部并购指南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



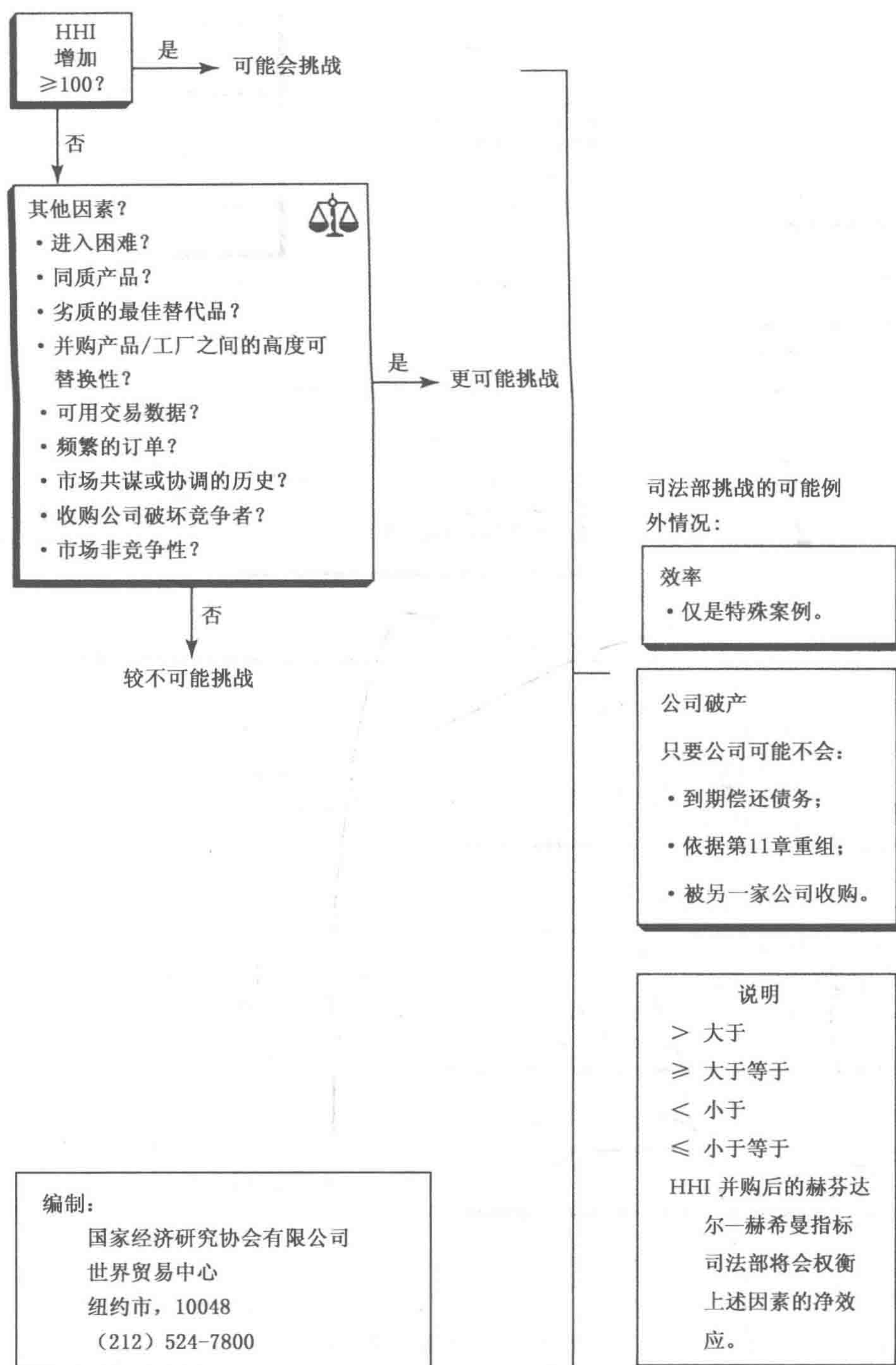



图 B.1（续） NER 政策执性流程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在 HHI 低于1 000的市场中，该部门不可能向某项并购提出挑战。介于1 000～1 800，该部门不可能向创造低于 100 点的指标增长幅度的并购提出挑战。该部门很可能挑战创造 100 点以上指标增长幅度的区域并购。在 HHI 高于1 800的市场中，创造低于 50 点的指标增长幅度的并购不可能受到挑战。增加该指标 50～100 点的并购可能会面临挑战，而增加超过 100 点以上的并购可能会受到挑战。

尽管该准则出现特殊情况，很显然，训练包括一系列其他因素的判断力，允许很多例外情况。产业环境可能会影响该部门的集中度界限判断，其中包括易于进入某个市场、市场产品是否为无差别的，以及以往存在的市场共谋情况。

在最近一次遭到该部门反对的并购中，赫芬达尔指标敲响了该次并购的丧钟。亨氏酿酒公司(The G.Heileman Brewing Company)提出收购帕布斯特酿酒公司(Pabst Brewing Company)，该行业中，司法部估计的指标为1 722。亨氏公司在 1981 年代表着桶装啤酒产业 7.6％的市场份额，而帕布斯特代有着总市场份额的 7.4％。此项并购会增加指标 112 点，达到1 834点，落到了准则范围之外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

# 附录 C　积极套利方案

韦瑟—普拉特维权方案包括两种独立和独特的类型。一种类型——“积极套利”——在第七章进行了描述。它是公司治理型维权，其中，维权者必须克服根深蒂固管理层的障碍，后者不愿意接受甚至是大幅溢价的提议或者是考虑中的收购要约。

维权的第二种类型被称为“主动型”或“操作型”维权。这里，维权者试图改变策略、资产组合、管理、资金结构，或者诸如“双重投票权”的诡计，旨在最大化股东价值。

自 1991 年以来，笔者参与了 65 次维权行动，既有积极套利，也有主动维权。附录 C 描述了 23 个前一类的案例，这些案例融合了套利和维权。每个案例都包括目标公司的图示说明或者股价变化图表，其中注释标记了在每个项目过程中的关键性事件。接下来的第Ⅱ部分，重点描述了该公司的关键财务特征。第Ⅲ部分介绍了项目过程中的事件时间表，并且描述了韦瑟—普拉特基于“双输入，双输出”原则承担维权行动所带来的财务结果。它也包括源自维权行动开始到结束过程中的回报。第Ⅳ部分描述了与该方案相关的后续事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


# 范多恩公司(Van Dorn Corporation)

美国　　　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 市场资本化 | 1992年4月 | 121.20百万美元 |
| 投入资本* | | 4.90百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1992年1月7日 | 18.56美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理型行动 | 1992年4月22日 | 15.13美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理型行动 | 1992年12月18日 | 20.38美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期** | 1993年1月28日 | 20.38美元 |
| 年化回报率——公司治理行动期间 | | 52.76% |
| TI/TO回报 | | 20.41% |

* 对于所有韦瑟—普拉特管理的投资该股票的账户。

** 于1993年4月26日卖出最后100股。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候,范多恩公司主要从事油漆、涂料和其他行业的集装箱制造,同时为塑料工业生产注塑机。范多恩公司主要由三部分组成:中部罐箱厂(Central States Can)、戴维斯罐箱厂(Davis Can)和范多恩塑料机械厂(Van Dorn Plastic Machinery)。中部罐箱厂为各类加工和未加工食品、宠物食品生产金属、塑料和复合容器,还有家居、园林、机构和工业化学品。戴维斯罐箱厂是一家金属和塑料容器的地方制造商。机械子公司是定制和专业塑料容器注塑机领域的领导者。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1991年12月20日　　皇冠瓶塞公司(Crown Cork & Seal)送达范多恩公司一份提议,皇冠公司将以股票加现金形式收购范多恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| | 公司，声称每股价格超过 16 美元。 |
| 1992 年 1 月 6 日 | 范多恩公司拒绝了该项提议。 |
| 1 月 7 日 | 皇冠公司宣布以每股 18 美元的价格收购范多恩公司。 |
| 1 月 14 日 | 范多恩公司拒绝了该项要约。 |
| 2 月 6 日 | 皇冠公司将每股报价增加到 20 美元。范多恩公司拒绝要约并声称接受皇冠公司的提议并不符合范多恩的利益。 |
| 2 月 25 日 | 韦瑟—普拉特给范多恩公司董事长兼 CEO 写了一封信，信中要求，出于股东对范多恩公司治理方面的考虑，召开一次范多恩股东特别大会。 |
| 3 月 31 日 | 与其他股东一起，韦瑟—普拉特根据证券交易委员会的 13D 议程起草了一份声明，披露了其采取行动的意图，出于解决提议问题呼吁召开一次股东特别大会。 |
| 4 月 23 日 | 韦瑟—普拉特在向证券交易委员会提交了最终代理材料，呼吁范多恩股东拒绝投票给由范多恩董事会提名的三名候选人，相反，参加 1992 年年度大会，进行个人投票。 |
| 5 月 28 日 | 韦瑟—普拉特给每一名范多恩董事发了一封信，信中建议，由董事会成立一个特别委员会，授权对收购提议进行评估并且向董事会提出建议，同时还要分析应该出售范多恩的全部资产还是部分资产。 |
| 6 月 25 日 | 韦瑟—普拉特向证券交易委员会备案了最终代理材料，关于征集召开范多恩特别股东大会的要求，基于四个计划进行思考并投票。 |
| 8 月 6 日 | 韦瑟—普拉特向范多恩公司提交了召开范多恩股东特别大会的要求。其目的是提出一系列建议，修订范多恩公司章程和规定的某些条款，并且建议范多恩董事会任命由非雇员董事组成的特别委员会，对与收购提议相关的问题进行研究并提出建议。在年度会议上，韦瑟—普拉特当场提名威廉・弗雷泽（William |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


Frazier)成为该公司的董事。弗雷泽先生成为一名董事。

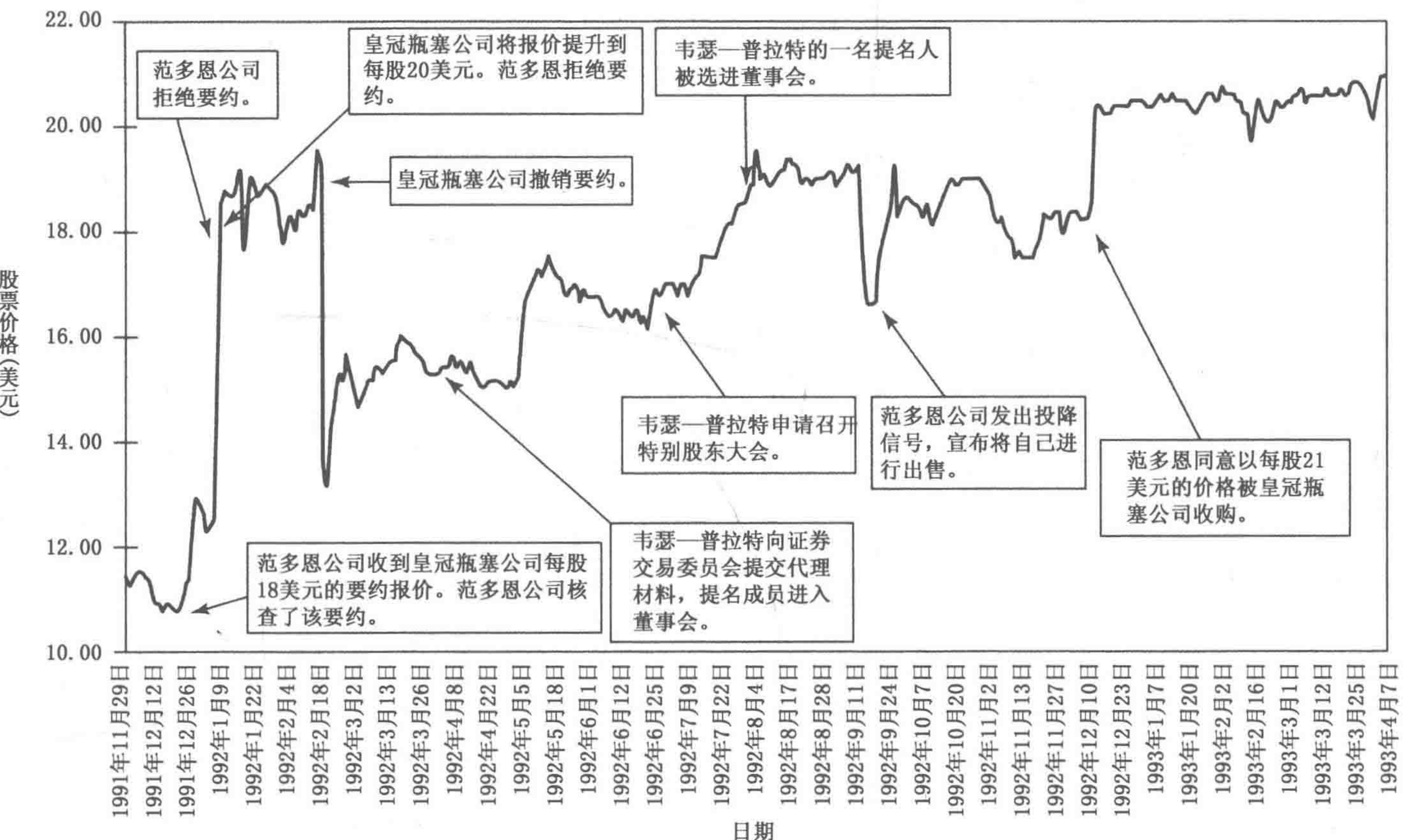
12 月 18 日 范多恩最终同意以每股 21 美元的价格被皇冠瓶塞公司收购。根据与皇冠公司的谈判以及询价过程,特别咨询委员会(Special Advisory Committee)以及董事会认为,短期内获得更高的价格不足以确保可以拒绝该项每股 21 美元的报价。因此,他们决定,建议范多恩董事会接受皇冠公司报价,并且董事会决定接受皇冠公司报价,并建议范多恩股东投票支持该并购。

## Ⅳ. 后续事件

1992 年 12 月～1993 年 4 月 26 日 韦瑟—普拉特持有其头寸,以利用该股票的其余并购套利机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.1 范多恩公司（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# LAC矿业有限公司(LAC MinerYals Ltd.)

加拿大　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 6.10百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | | 9.45美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1994年7月11日 | 9.50美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1994年7月20日 | 13.50美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1994年9月19日 | 12.00美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | 1994年9月16日 | 251.95% |
| TI/TO回报 | | 97.18% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

LAC矿业有限公司是一家领先的北美金矿开采公司,拥有并运营着加拿大、美国和智利的矿山,致力于北美、南美和澳大利亚的黄金和其他金属的开采。该公司专业从事硬岩矿床的勘探和开发。该公司是一家重要的黄金生产商,还生产大量的铜、锌、银以及聚合物。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1994年7月7日 | 皇家橡树(Royal Oak)宣布以20亿加元要约收购LAC矿业。 |
| 7月18日 | LAC矿业董事会拒绝了皇家橡树的要约。 |
| 7月20日 | 韦瑟—普拉特写信给LAC公司董事会,敦促董事会"要么接受皇家橡树矿业有限公司的报价,要么努力寻求更好的报价"。韦瑟—普拉特警告董事会"任何维持现状以及寻求利用焦土策略的企图,都会受到我方以及其他股东的最大抵制"。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



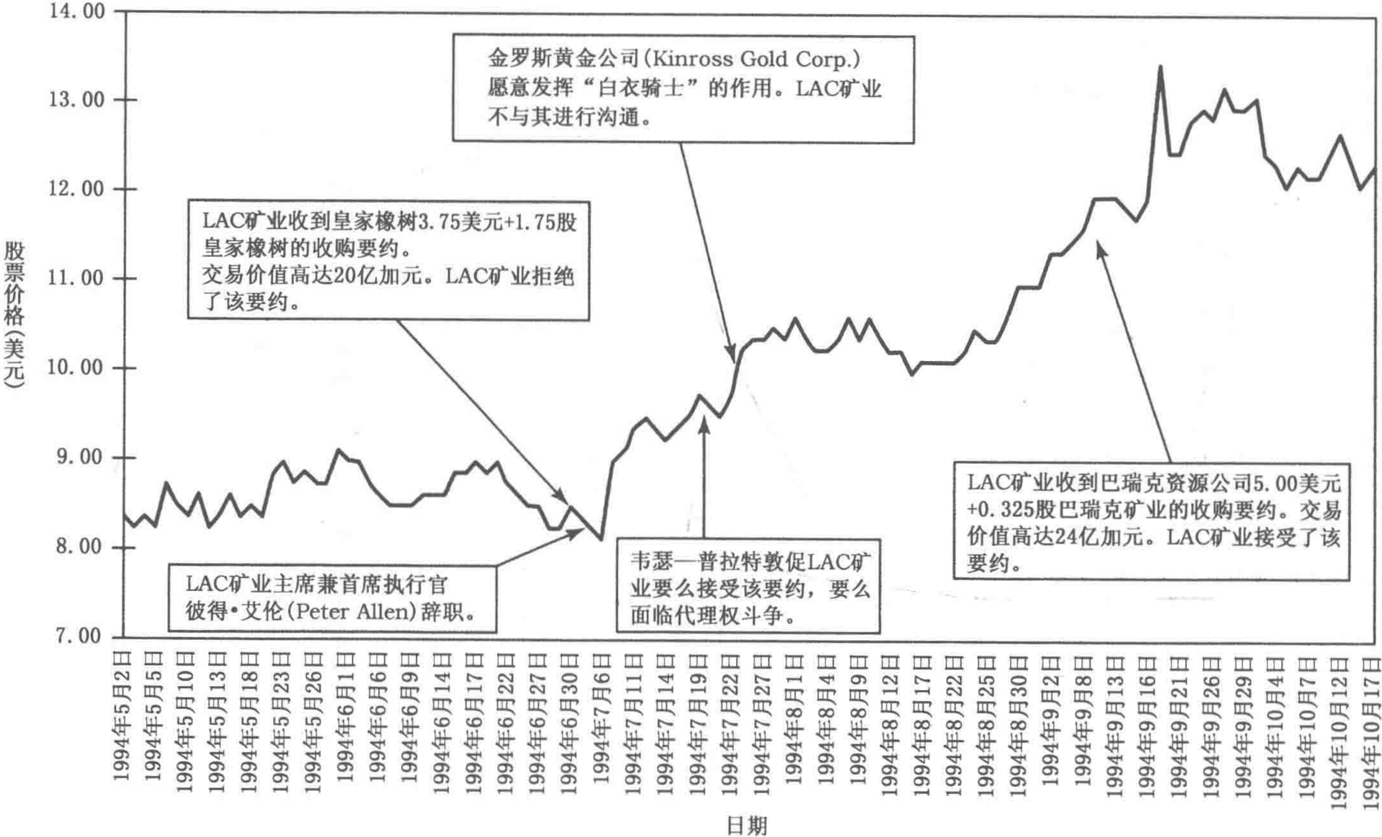
| | |
|---|---|
| 7 月 25 日 | 美国巴瑞克资源公司(Barrick Resource)宣布,它会加入 LAC 矿业竞价队伍,以 20.8 亿加元进行收购;或者说,每股报价超过皇家橡树 0.45 加元。 |
| 8 月 8 日 | 皇家橡树将其报价增加到 24 亿加元,其中包括 5 亿加元现金,以及每股 LAC 换取 2 股皇家橡树。 |
| 8 月 11 日 | LAC 矿业宣布,董事会认为皇家橡树对于购买所有 LAC 外部流通股的修订报价是不充分的,并且拒绝了该项要约。 |
| 8 月 24 日 | 巴瑞克矿业公司宣布,它已经同 LAC 签署了一份协议,将报价增加到每股 5 加元现金加 0.325 股巴瑞克股票。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1994 年 9 月 6 日 | 巴瑞克矿业公司成功收购了 80%以上的 LAC 矿业普通股。 |
| 9 月 20 日 | 超过 90%的 LAC 矿业有限公司股份被巴瑞克矿业公司要约收购。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C. 2 LAC矿业有限公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 美国鞋业公司(U.S. Shoe Corporation)

美国　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 26.40 百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1993 年 8 月 11 日 | 9.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1994 年 12 月 12 日 | 16.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1995 年 4 月 18 日 | 27.63 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1995 年 5 月 12 日 | 28.00 美元 |
| 年化回报率——公司治理行动期间 | | 208.89% |
| TI/TO 回报 | | 200.83% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

美国鞋业公司是一家在美国、波多黎各和加拿大经营零售网点和租赁业务的专业零售公司。该公司的特色零售业务集中于三个主要产品类别:女装、眼镜和鞋类。该公司还生产、进口、批发知名鞋类品牌,主要针对女性用户。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1994 年 7 月 27 日　玖熙公司(Nine West)给美国鞋业公司董事长及董事会成员发了一封信,提议合并两家公司的鞋类业务。两天后,美国鞋业拒绝了该项提议。

12 月 12 日　韦瑟—普拉特敦促该公司分拆成两部分:出售或分拆其鞋类、服装和眼部护理业务。

12 月 19 日　韦瑟—普拉特申请代理,提名威廉·弗雷泽成为美国鞋业董事会独立董事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1995年3月3日　　罗萨奥蒂卡集团(Luxottica Group)要约每股24美元，遭到美国鞋业公司的拒绝。

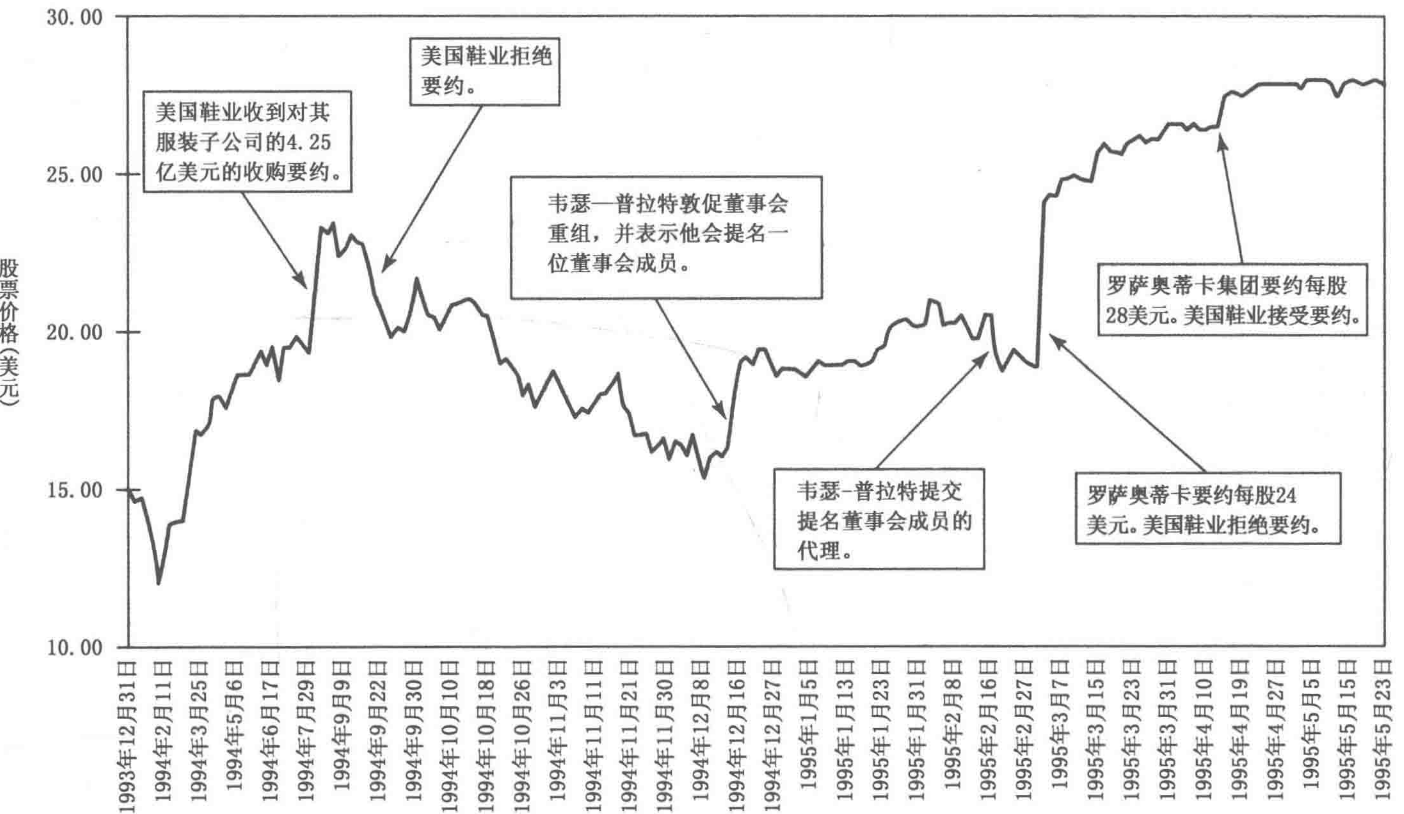
## Ⅳ. 后续事件

1995年4月17日　　罗萨奥蒂卡集团赢得了收购美国鞋业的竞争，增加要约报价达到13亿美元。两家公司达成协议，每股美国鞋业获得28美元现金。

5月12日　　在美国鞋业股东批准该次收购时，召开了股东大会。该交易在会议之后不久就完成了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.3 美国鞋业公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 美国玉米生产公司(American Maize Corporation)

美国/法国　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 17.50 百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1995 年 1 月 27 日 | 33.50 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1995 年 6 月 28 日 | 30.63 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1995 年 7 月 10 日 | 40.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1995 年 7 月 12 日 | 39.50 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 930.24% |
| TI/TO 回报 | | 22.30% |

对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候,美国玉米生产公司总部设在康涅狄格州的斯坦福德市,主要从事湿玉米研磨产品的生产和销售业务,诸如玉米甜味剂和淀粉,以及各种特殊食品和工业淀粉。它还生产并销售雪茄和无烟烟草产品。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1995 年 1 月 6 日 | 美国玉米生产公司收到了艾瑞达尼亚贝格圣公司(Eridania Beghin-Say)每股 32 美元的要约报价,遭到威廉·齐格勒三世(William Ziegler Ⅲ)的拒绝,他拥有多数投票权。 |
| 1 月 20 日 | 美国玉米生产公司宣布,它收到了修正报价,以每股 37 美元价格收购公司,齐格勒仍然认为不充分。 |
| 2 月 22 日 | 与艾瑞达尼亚贝格圣公司一起宣布了最终协议,宣称购买价格为每股 40 美元的要约收购。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



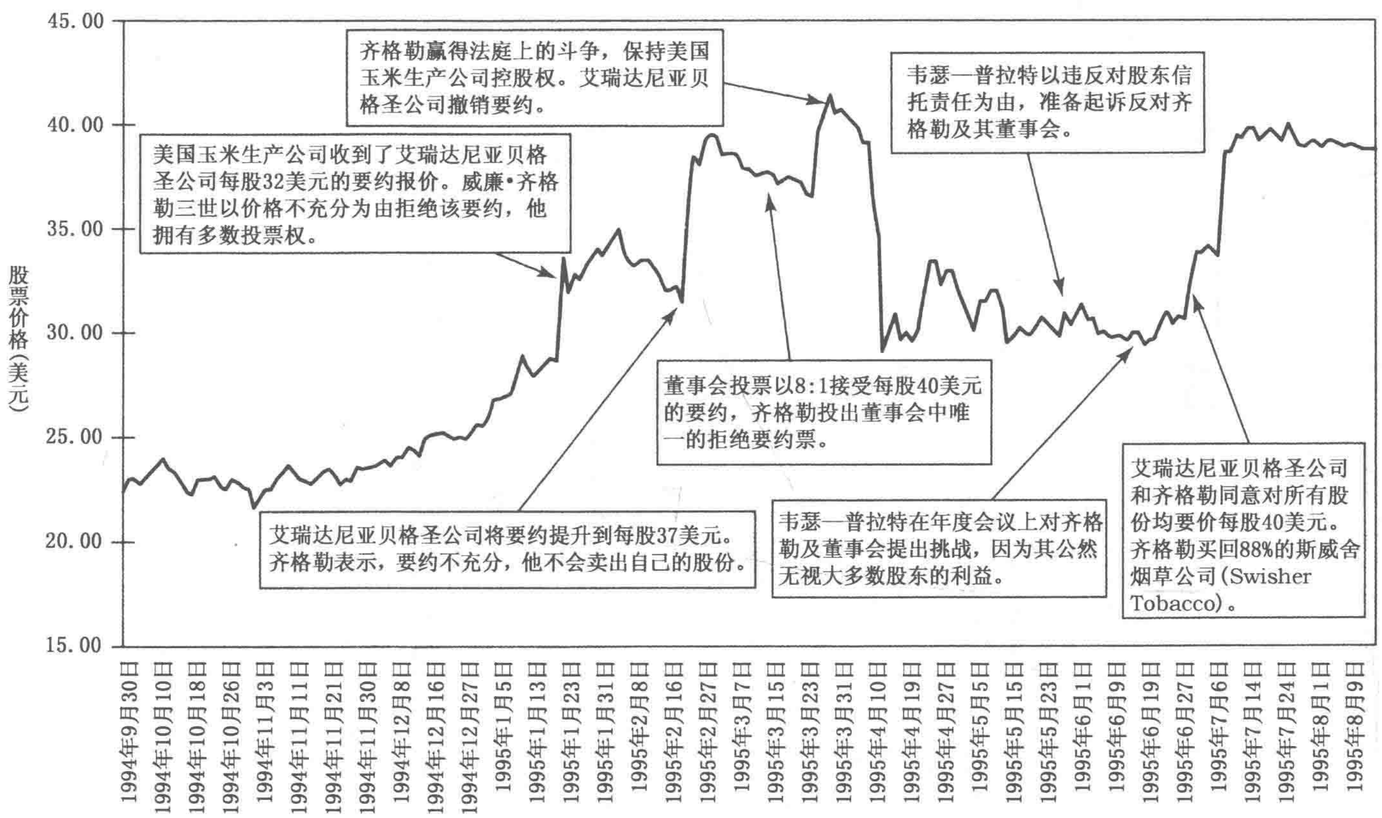
| | |
|---|---|
| 3 月 13 日 | 董事会投票以 8∶1 接受每股 40 美元的要约，齐格勒投出董事会中唯一的拒绝要约票。 |
| 6 月初 | 韦瑟—普拉特准备了一份反对齐格勒和董事会的法律诉讼文件，因为他们违反了对股东诚信的义务。 |
| 6 月 28 | 在年度董事会会议上，韦瑟—普拉特向齐格勒和董事会提出挑战，认为他们公然无视小股东利益，并且披露了齐格勒和其首席律师之间存在不正当交易。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1995 年 7 月 27 日 | 与艾瑞达尼亚贝格圣公司达成了协议，以每股 40 美元的价格，共计约 4.3 亿美元买入美国玉米生产公司。在此之前，齐格勒被排除在外，董事会批准了该项交易。根据该协议，艾瑞达尼亚贝格圣公司向齐格勒出售 88％的美国玉米生产公司的烟草业务，售价为 1.65 亿美元。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.4 美国玉米生产公司(美国/法国)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 美国医疗护理(Medical Care America)

美国　　　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 26.90 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1993 年 11 月 1 日 | 24.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1993 年 11 月 15 日 | 22.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1994 年 5 月 23 日 | 29.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1995 年 9 月 6 日 | 46.97 美元 |
| 年化回报率——公司治理行动期间 | | 61.45% |
| TI/TO 回报 | | 62.21% |

*对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候，美国医疗护理(MRX)是一家总部位于达拉斯的门诊手术中心公司。它经营着全国最大的门诊手术中心网络和一家最大的输液治疗提供商，拥有 91 个手术中心以及 47 个输液治疗服务中心。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1993 年 10 月 25 日　外科护理公司(Surgical Care)主动向美国医疗护理公司提出收购要约，每股 26 美元，或者说共计 9.67 亿美元。

10 月 29 日　医疗护理公司董事会拒绝了外科护理公司的提议。

11 月 19 日　在医疗护理公司与其他潜在购买方进行了商谈之后，它建议外科护理公司提高报价，后者拒绝了其要求。

11 月 21 日　韦瑟—普拉特写信给医疗护理公司董事会，要求其与外科护理公司进行谈判，并且威胁会采取代理权斗争，该件事情被得克萨斯州医疗护理中心进行了报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



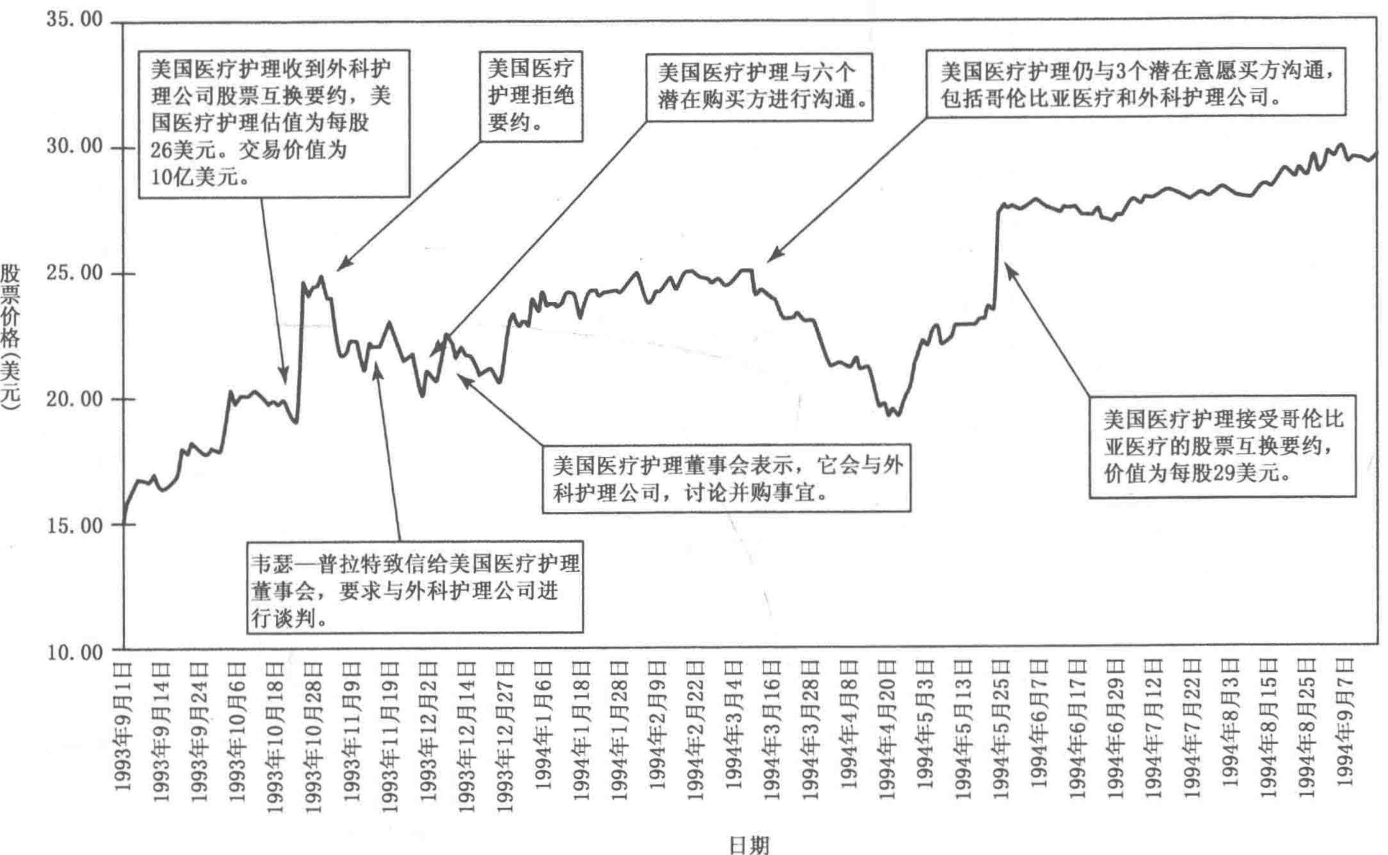
| | |
|---|---|
| | 道。不久之后，医疗护理公司开始以对股东更加友好的方式进行行动。 |
| 12 月 1 日 | 医疗护理要求与外科护理进行会谈，讨论并购的利益。 |
| 12 月 8 日 | 医疗护理再次重申，之前所宣布的并购提议并不符合公司或股东的最佳利益。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1994 年 5 月 23 日 | 哥伦比亚医疗(Columbia Healthcare)同意以每股 29 美元的价格买入医疗护理公司，股票价值大约为 8.5 亿美元。 |
| 9 月 14 日 | 交易完成。在他们同意剥离门诊手术中心(阿拉斯加手术中心)之后，通过了联邦贸易委员会的批准。 |
| 1994 年 9 月一直到 1995 年 9 月 | 直到交易圆满完成，韦瑟—普拉特管理层一直保留股票，目的是利用进一步的并购套利活动。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






**图C.5 美国医疗护理(美国)**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 希尔哈文公司(Hillhaven Corporation)

美国　　　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 20.50 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1995 年 1 月 27 日 | 26.27 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1995 年 3 月 2 日 | 24.13 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1995 年 4 月 22 日 | 28.88 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1995 年 9 月 14 日 | 31.38 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 140.87% |
| TI/TO 回报 | | 46.09% |

* 对于所有韦瑟—普拉特管理的投资该股票的账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候,希尔哈文公司经营着护理中心、药店和退休住宅社区。该公司提供广泛的多元化医疗服务,包括长期护理、亚急性医疗和康复服务,诸如伤口护理、肿瘤治疗、脑损伤护理、中风治疗以及骨科治疗。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1995 年 2 月 6 日　　哈里逊公司(Horizon)提出敌意收购希尔哈文的报价为 8.036 亿美元,或者说每股 28 美元。

3 月 1 日　　韦瑟—普拉特敦促希尔哈文公司董事会进行善意交易的谈判,或者会面临代理斗争。

3 月 7 日　　该要约报价提升到每股 31 美元。希尔哈文拒绝了两个报价。

3 月 17 日　　韦瑟—普拉特在希尔哈文公司年度会议上发出威胁,如果希尔哈文拒绝与哈里逊的合并,就会采取代理权斗争。另外,韦瑟—普拉特在证券交易委员会备案临

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



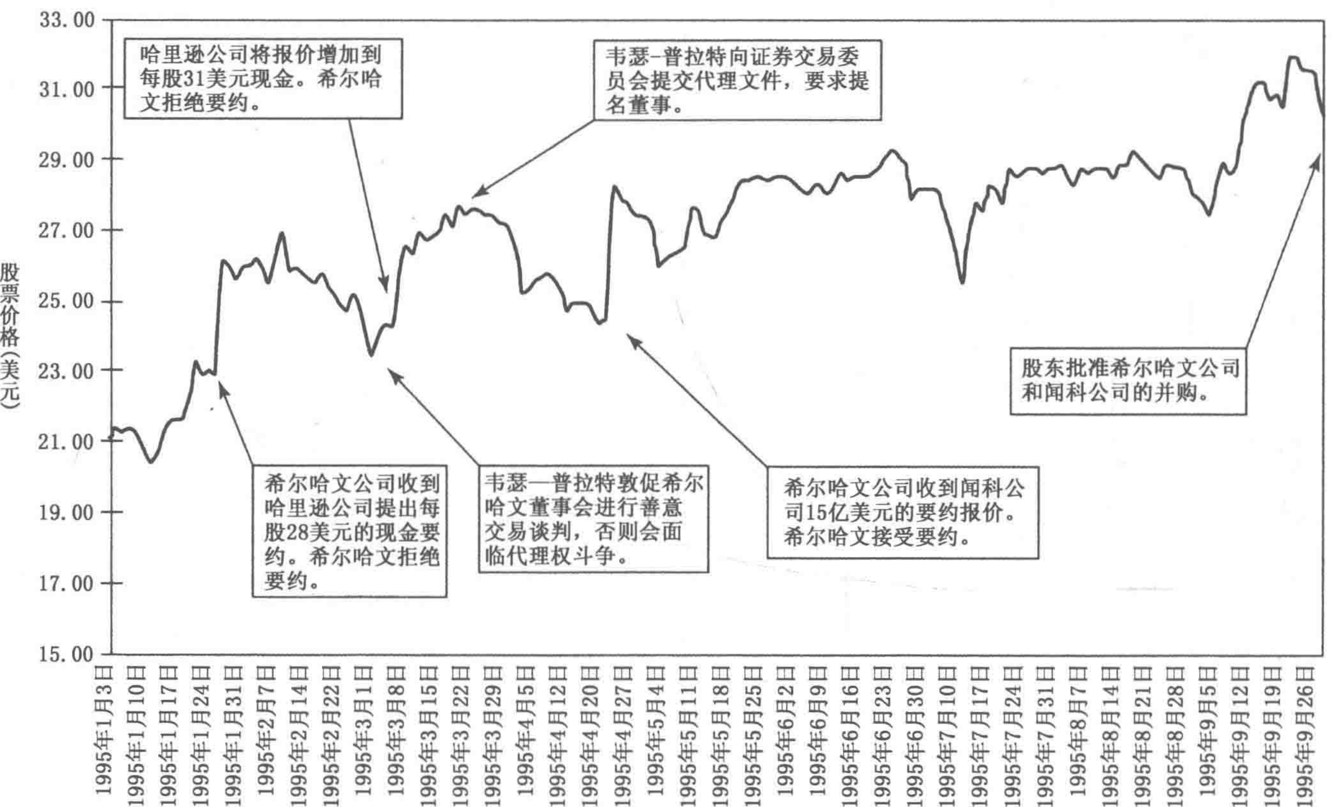
| | |
|---|---|
| | 时代理声明,提名威廉·弗雷泽进入希尔哈文公司董事会。 |
| 4 月 24 日 | 闻科公司(Vencor Inc.)和希尔哈文公司联合宣布,他们已经进入了最终并购协议签署阶段。根据该协议的条款,希尔哈文股东每股会获得 32.25 美元,或者说总价值为 15 亿美元。 |
| 6 月到 9 月 | 在法律规定的范围内,韦瑟—普拉特与投资者和媒体就代理权斗争进行了讨论。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1995 年 9 月 27 日 | 股东批准了希尔哈文和闻科公司的并购,由此产生了一家全美最大的医疗护理提供商。该交易于 9 月 28 日正式完成。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.6 希尔哈文公司（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 西尔斯罗巴克公司(Sears Roebuck & Co.)/好事达(Allstate)

美国 防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金 * | | 42.20 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1992 年 5 月 15 日 | 42.89 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1994 年 3 月 22 日 | 47.75 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1995 年 6 月 30 日 | 61.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1996 年 3 月 5 日 | 43.48 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 20.71% |
| TI/TO 回报 | | 215.16% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

西尔斯，多行业零售商，是全球最大的基于商品和服务的零售商之一。国内通过百货商场和各类独立的零售设施出售广泛的一般性商品和服务，并且在美国和波多黎各进行直复营销。国际业务包括通过加拿大和墨西哥控股子公司进行销售和信贷业务。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1993 年 11 月　在年度会议上，西尔斯宣布，它不会投票支持分拆好事达公司。市场的感觉是，如果好事达被分拆，那么西尔斯的价值就会上升。

1994 年 3 月 11 日　韦瑟—普拉特写信给西尔斯董事会，敦促他们分拆好事达公司。韦瑟—普拉特说：“投资者和分析师根本就不喜欢由好事达所导致的西尔斯公司每股盈利呈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



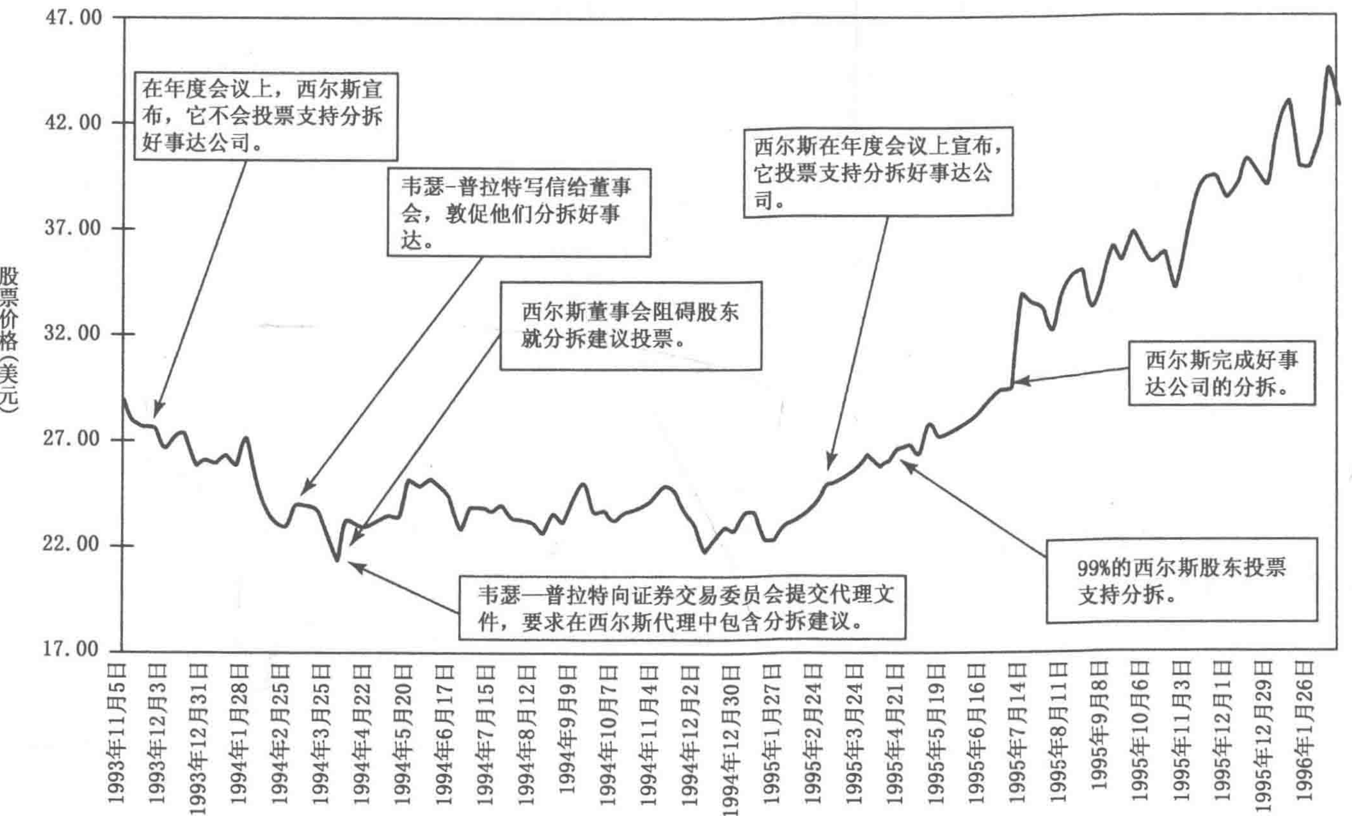
| | |
|---|---|
| | 现出来的波动性和不可预测性，他们更愿意消除这种不确定性的源头。” |
| 3月21日 | 韦瑟—普拉特向证券交易委员会提出一份代理文件，在西尔斯代理中包括了一份分拆建议。 |
| 4月4日 | 通过不把该问题与代理相联系的方式，西尔斯董事会在年度会议上阻止股东就分拆建议进行投票。 |
| 5月13日 | 西尔斯股东以压倒性优势战胜了呼吁其分拆好事达公司保险业务的提案。 |
| | 韦瑟—普拉特出席西尔斯年度会议，并且公开代表洛杉矶警方和消防部门基金(一个重要的加州公共养老基金)支持分拆提案。 |
| 11月10日 | 西尔斯表示，它会通过向西尔斯股东发放股利的形式分拆其在好事达公司剩余的80.2%的股份，让西尔斯成为一家单纯的零售公司。 |
| 1995年2月22日 | 西尔斯表示，它会召开股东特别大会，就所分拆提案进行投票。 |
| 3月31日 | 西尔斯宣布，其股东批准了该公司分拆其在好事达公司的股份。所有投票的股份中，超过99%的股份支持分拆。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1995年7月1日 | 西尔斯完成了其在好事达公司中大部分股权的分拆，代表着之前最大的分拆，高达107亿美元，西尔斯股东每股普通股获得0.93股好事达股份。 |
| 1995年7月到1996年3月 | 韦瑟—普拉特公司在分拆后保留股票，因为它认为该股票还有额外价值。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.7 西尔斯罗巴克公司/好事达：价格包括分拆好事达（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 泰莱达因公司(Teledyne, Inc.)

美国 防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金 * | | 36.00 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 ** | 1994 年 12 月 22 日 | 20.50 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1996 年 2 月 15 日 | 27.38 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1996 年 4 月 2 日 | 33.50 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1996 年 12 月 13 日 | 23.48 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 166.63% |
| TI/TO 回报 | | 83.09% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

** 最初买入泰莱达因公司股票出现在 1994 年 12 月 22 日，涉及泰莱达因的初始并购套利头寸建立日期是 1993 年 6 月 10 日。

## Ⅱ. 公司

泰莱达因公司于 1960 年成立于特拉华州。在投资时，泰莱达因是一家技术型制造企业，为全球客户提供商业和政府相关的航空及电子产品；为消费者提供特种金属、航空航天工业设备以及消费性工业产品。这家多元化制造公司通过 18 家运营公司服务全球客户，专注于航空、电子、特种金属、工业和消费产品四大板块业务。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1994 年 11 月 28 日　泰莱达因公司董事会拒绝了 WHX 公司[前身为阿勒格尼路德卢姆公司(Allegheny Ludlum)]的第一次报价，其中，泰莱达因股东每股会以现金加股票的形式获得 22 美元，因为他们认为，泰莱达因的长期战略性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



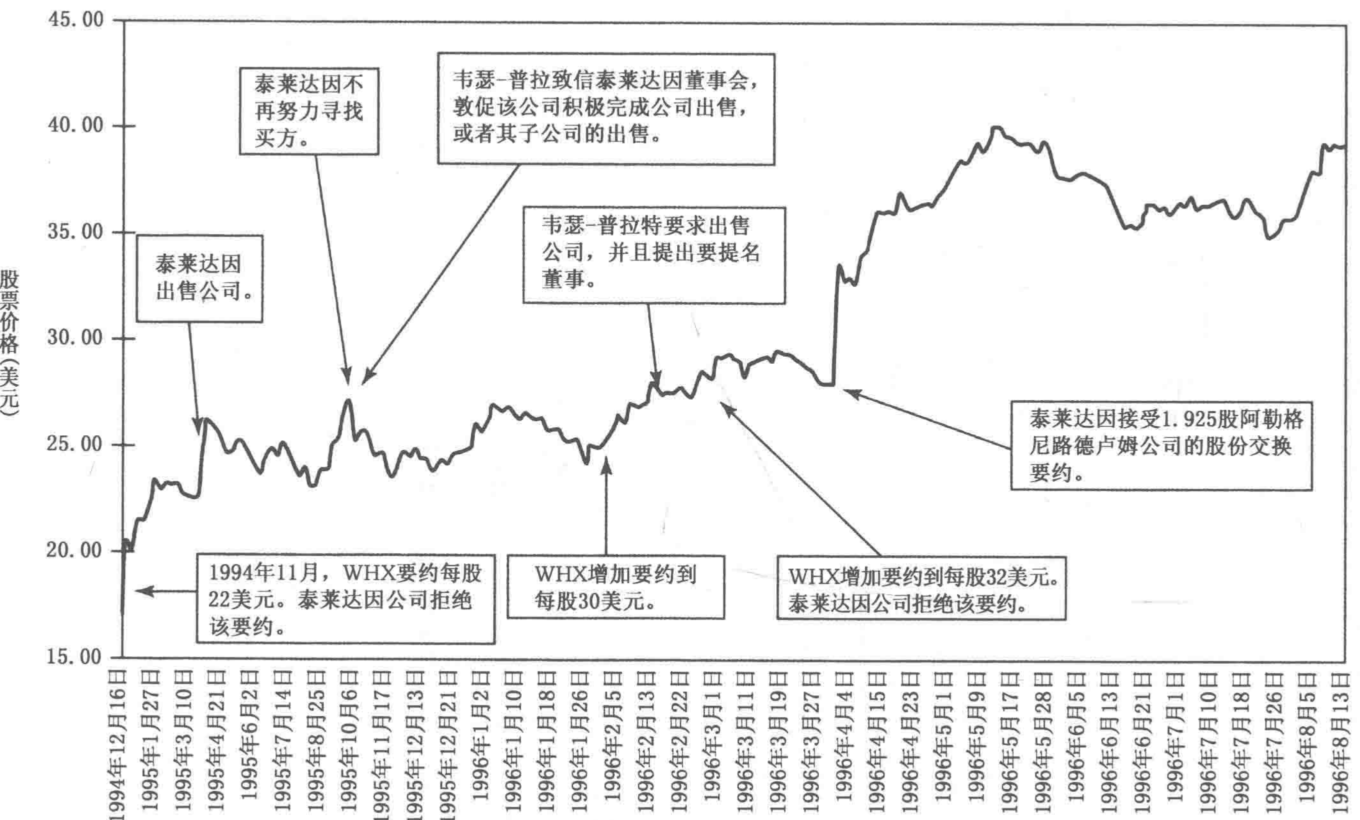
| | |
|---|---|
| | 业务计划的未来价值会出现大幅增长。 |
| 12 月 22 日 | WHX 公司宣布，它在寻求联邦政府批准其购买泰莱达因公司外部流通股的 15%。 |
| 1995 年 3 月 29 日 | 泰莱达因宣布，它已经准备把公司出售，并且聘请一名外部顾问协助其进行招标和评标。 |
| 10 月 9 日 | 韦瑟—普拉特写信给泰莱达因董事会，敦促该公司积极完成公司出售，或者出售一个或更多的子公司。另外，韦瑟—普拉特要求公司披露所有来自 WHX 公司购买该公司或各种业务单位的法律要约报价，以及更新的要约报价。 |
| 10 月 26 日 | 泰莱达因正式停止寻找潜在购买者，声称经过与几家公司长达数月的幕后谈判，未能找到更高的报价。 |
| 1996 年 2 月 9 日 | WHX 公司董事会出价每股 30 美元收购泰莱达因公司。 |
| 2 月 15 日 | 韦瑟—普拉特威胁进行代理权斗争，除非马上出售泰莱达因公司。 |
| 2 月 26 日 | WHX 公司将其报价提高到每股 32 美元。泰莱达因后来拒绝了该要约报价。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1996 年 4 月 1 日 | 泰莱达因公司和阿勒格尼路德卢姆公司同意开始这项高于 32 亿美元的并购交易。该要约表明，泰莱达因公司股东的每股股票会获得新公司的 1.925 股股票。 |
| 8 月 15 日 | 股东批准路德卢姆公司并购泰莱达因，不久之后就完成了。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.8 泰莱达因公司(美国)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 华莱士电脑服务公司

美国　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 39.10 百万美元 |
| --- | --- | --- |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1995 年 8 月 1 日 | 28.94 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1996 年 8 月 20 日 | 26.88 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1996 年 11 月 6 日 | 29.75 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1996 年 11 月 11 日 | 29.77 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 67.41% |
| TI/TO 回报 | | 7.46% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候，该公司主要从事电脑服务和生产。华莱士出售很多种产品和服务，包括商用账册、商业和促销图片印刷、电脑标签、机用色带、电脑硬件和软件、电脑配件、办公产品以及电子表格。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1995 年 7 月 30 日　　摩尔公司主席通知华莱士电脑公司首席执行官克罗宁(Cronin)先生，摩尔公司希望以每股 28 美元，共计 13 亿美元，现金要约直接收购该公司所有的外部流通股。3 天后，摩尔启动了其要约收购计划。

10 月 12 日　　摩尔公司修订了其收购要约，将为该公司普通股所支付的现金价格由每股 28 美元提高到了每股 30 美元。尽管其 73.5%的股份被要约收购，但华莱士还是拒绝了该项要约。

1996 年 8 月 8 日　　摩尔宣布，它放弃收购华莱士的努力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



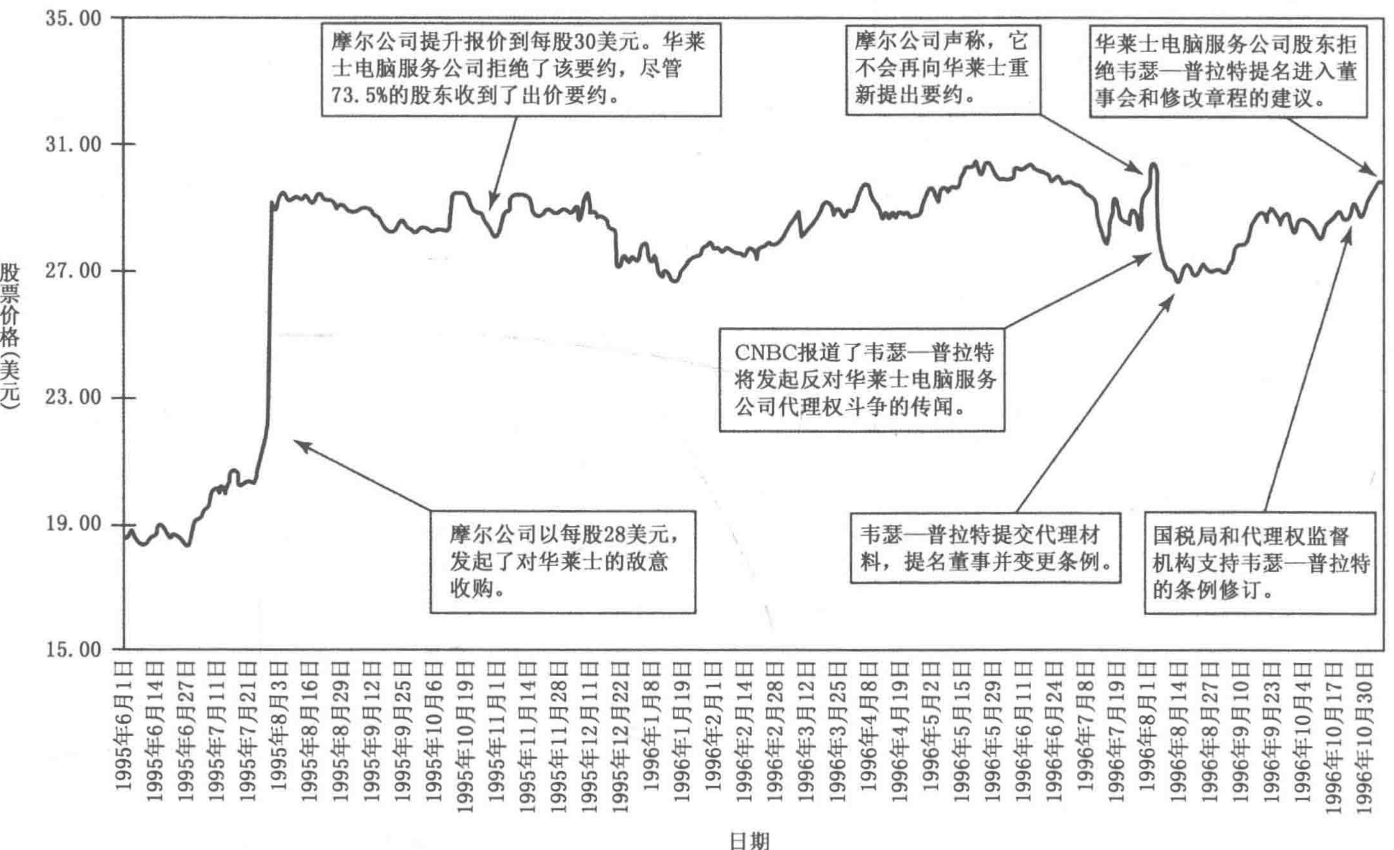
| | |
|---|---|
| | 韦瑟—普拉特宣布,他打算寻求在华莱士电脑年度会议上选举3名候选人。 |
| 8月19日 | 韦瑟—普拉特发起一场代理权挑战,向华莱士董事会增加3名新代表,并计划提出提高公司股票价值的建议。主要的建议是,迫使该公司在90天内让股东投票决定任何针对该公司的现金报价,至少高于该公司股票价格25%。 |
| 10月31日 | 代理权监督机构于1996年发布了一份报告,建议华莱士股东支持3名韦瑟—普拉特提名的董事候选人、收购要约规章提案以及企业合并条例建议。该报告就出现在国税局提出建议两天之后,华莱士持股人支持要约收购条例的建议。 |
| 11月6日 | 在年度会议上,韦瑟—普拉特的提名人以及细则被拒绝了,之前,AIM管理层在会议当天将其投票由“支持”改变为“弃权”。从技术上来讲,任何“弃权”票与“反对”票具有相同的效果。 |

## Ⅳ. 后续事件

通过使用毒丸计划以及其他的防御战术,华莱士董事会能够抗击摩尔公司,却没有提供给股东能够获得溢价的另一种工具选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.9　华莱士电脑服务公司：价格经过1拆2调整（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 北方电力公司(Northern Electric,plc)

美国　　　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 29.90 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1994 年 12 月 21 日 | 15.63 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1995 年 3 月 31 日 | 11.70 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1995 年 11 月 7 日 | 14.31 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1996 年 12 月 12 日 | 9.97 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 101.03% |
| TI/TO 回报 | | −28.23% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资时,北方电力公司是一家电力分销商和供应商。其主要业务包括:工业、商业和国内客户的电力供应;经营天然气供应业务;天然气勘探和生产;电力生产;电力和天然气设备的零售。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1994 年 12 月 9 日 | 特拉法格置业公司(Trafalgar House)向北方电力公司发出了 10.45 英镑(16.19 美元)的有条件报价,1995 年 2 月提高到每股 11 英镑(17.05 美元)。 |
| 12 月 | 在该要约悬而未决期间,监管机构采用了新的电力定价方案,这使得北方电力相对于特拉法格置业公司的要约报价失去了吸引力。 |
| | 特拉法格置业公司决定允许该出价失效,触发了强制性的一年等待期,在特拉法格置业公司制定新出价(9.5英镑或 14.72 美元)之前,达到一年必须失效。特 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



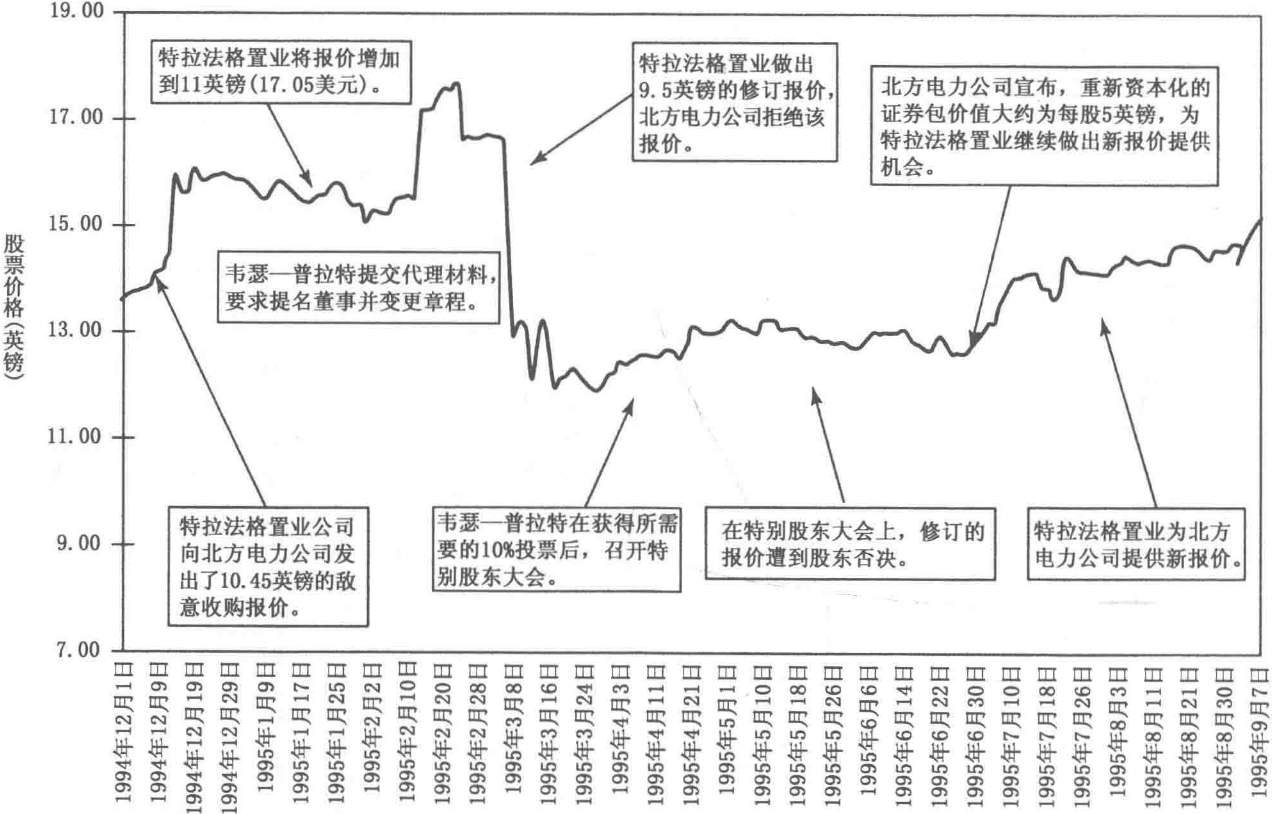
| | |
|---|---|
| | 拉法格置业公司想在一年等待期到达之前重新报价，但是，这样做的话，只能得到北方电力公司董事会的默许，董事会拒绝了。 |
| 1995 年 4 月 | 韦瑟—普拉特决定带头呼吁召开北方电力公司股东特别大会，并迅速获得了所需要的 10%股东投票。北方电力勉强同意召开会议。 |
| 5 月 | 尽管特别股东大会并不支持让特拉法格置业公司在等待期结束之前更新其出价，但是北方电力后来允许特拉法格置业公司这样做了。韦瑟—普拉特继续给北方电力施加压力，重组董事会并对公司进行资产重组，以提升股东价值。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1995 年 6 月 | 在股东的压力下，北方电力公司董事会重组，并且将公司资产重新调整为一个价值为每股 5 英镑的证券包。即使面临着报价失效，股东价值也有了显著提升。这也促使特拉法格置业进行重新报价。 |
| 7 月末 | 特拉法格置业决定不再为北方电力公司报出新的价格。 |
| 1995 年 11 月到 1996 年 12 月 | 公司治理干预期结束，为了获得套利机会，韦瑟—普拉特团队继续持有公司股票一年时间。 |
| 1996 年 | 卡能(CalEnergy)公司在一次敌意并购中收购了北方电力。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.10 北方电力公司(英国)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 联合铁路公司(Conrail)

美国　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 52.70 百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1996 年 11 月 21 日 | 94.63 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1997 年 1 月 13 日 | 100.50 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动** | 1997 年 3 月 7 日 | 113.63 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1997 年 3 月 4 日 | 112.88 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 91.59% |
| TI/TO 回报 | | 74.46% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

** 尽管最终并购协议的正式通知在 1997 年 3 月 7 日公布，但是韦瑟—普拉特在 1997 年 3 月 4 日就偿付了部分收购要约。

## Ⅱ. 公司

联合铁路公司在美国东北部和中西部提供货物运输服务。联合铁路公司与其他美国和加拿大铁路公司互换业务，可以把货物运输到联合铁路公司服务区域内部及外部的最终目的地。联合铁路公司在铁路运输业务之外没有明显的业务线，并且不提供普通的乘客或通勤列车交通服务。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1996 年 10 月 15 日 | CSX 公司宣布，它计划以 84 亿美元收购联合铁路公司，并打造全国第三大铁路公司。 |
| 12 月 19 日 | 诺福克南方铁路公司(Norfolk Southern)介入，提出每股 115 美元的报价，这代表其总价值达到约 104 亿美元。 |
| 1997 年 1 月 13 日 | 韦瑟—普拉特宣称，它打算进行代理权斗争，并寻求修订联合铁路公司章程，这会敦促联合铁路公司更加 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



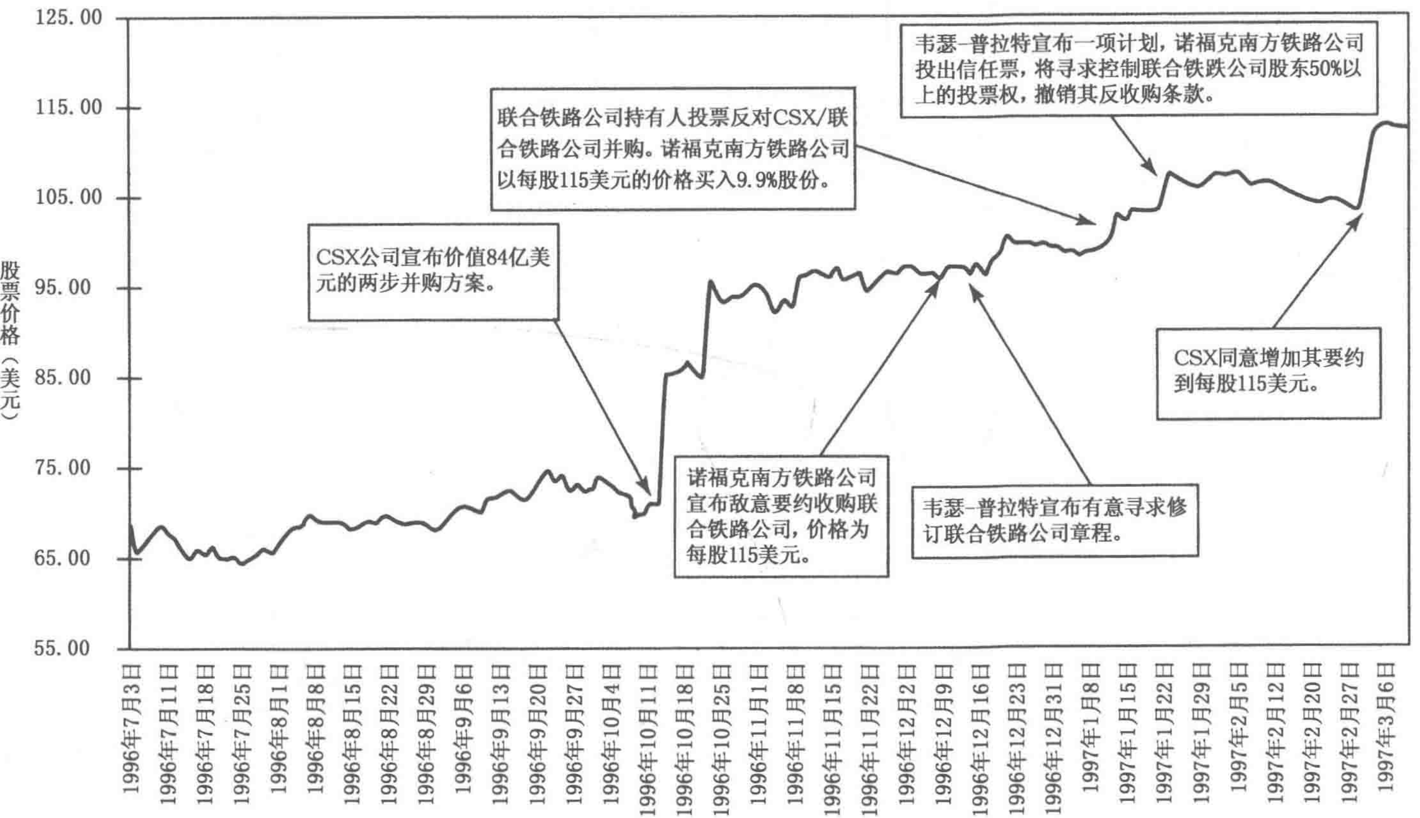
| | |
|---|---|
| | 积极地回应股东的意见。根据该提案,反对特定溢价现金收购的反收购防御策略必须在 90 天后终止,除非股东批准董事会反对该要约。 |
| 1 月 17 日 | 股东投票否决了 CSX 的提案。 |
| 1 月 22 日 | 韦瑟—普拉特宣布了它的建议,诺福克南方铁路公司投出信任票,将寻求控制联合铁路公司股东 50%以上的投票权——与反对联合铁路公司的反收购条款有关。 |
| 1 月 23 日 | 韦瑟—普拉特参加了年度会议,在此期间,他对管理层发表演讲,要求其接受诺福克南方铁路公司的要约。韦瑟—普拉特还试图团结与该目标一致的股东。 |
| 3 月 7 日 | 联合铁路公司宣布,联合铁路公司和 CSX 修订了其并购协议,增加考虑每股 115 美元,并且包括诺福克南方铁路公司。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1997 年 5 月 23 日 | 该联合的每股 115 美元的现金要约收购完成,CSX 公司和诺福克南方铁路公司持有联合铁路公司 96%的股份。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.11　联合铁路公司（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 瑞塞尼公司

美国　　　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 25.70 百万美元 |
| --- | --- | --- |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1996 年 8 月 26 日 | 11.10 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1996 年 8 月 26 日 | 11.10 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1997 年 6 月 9 日 | 15.50 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1997 年 8 月 29 日 | 16.60 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 50.37% |
| TI/TO 回报 | | 34.34% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候，通过两个业务部门——瑞塞尼产品公司(Rexene Products Company)和联合热塑性塑料公司(Consolidated Thermoplastic Company)。瑞塞尼公司生产并销售种类繁多的产品，其产品范围从高附加值的特色产品(如定制的塑料薄膜)，到大宗石油化工产品(如苯乙烯)。这些产品广泛用于工业各领域以及消费者相关设施。该公司的主要产品是塑料薄膜、聚乙烯、聚丙烯，以及REXTAC 牌非结晶烯烃树脂和苯乙烯。除此之外，该公司生产的乙烯和丙烯，主要用于本公司，它们是该公司主要产品所使用的两种基本的化工原料。该公司位于美国和英国的 5 家工厂生产塑料薄膜，并且在得克萨斯州敖德萨(Odessa)综合设施中生产聚合物和石化产品，该地位于大部分原材料供应地附近。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1996 年 6 月 19 日　　瑞塞尼公司收到亨斯迈公司以每股 14 美元收购所有外部流通股的直接建议。

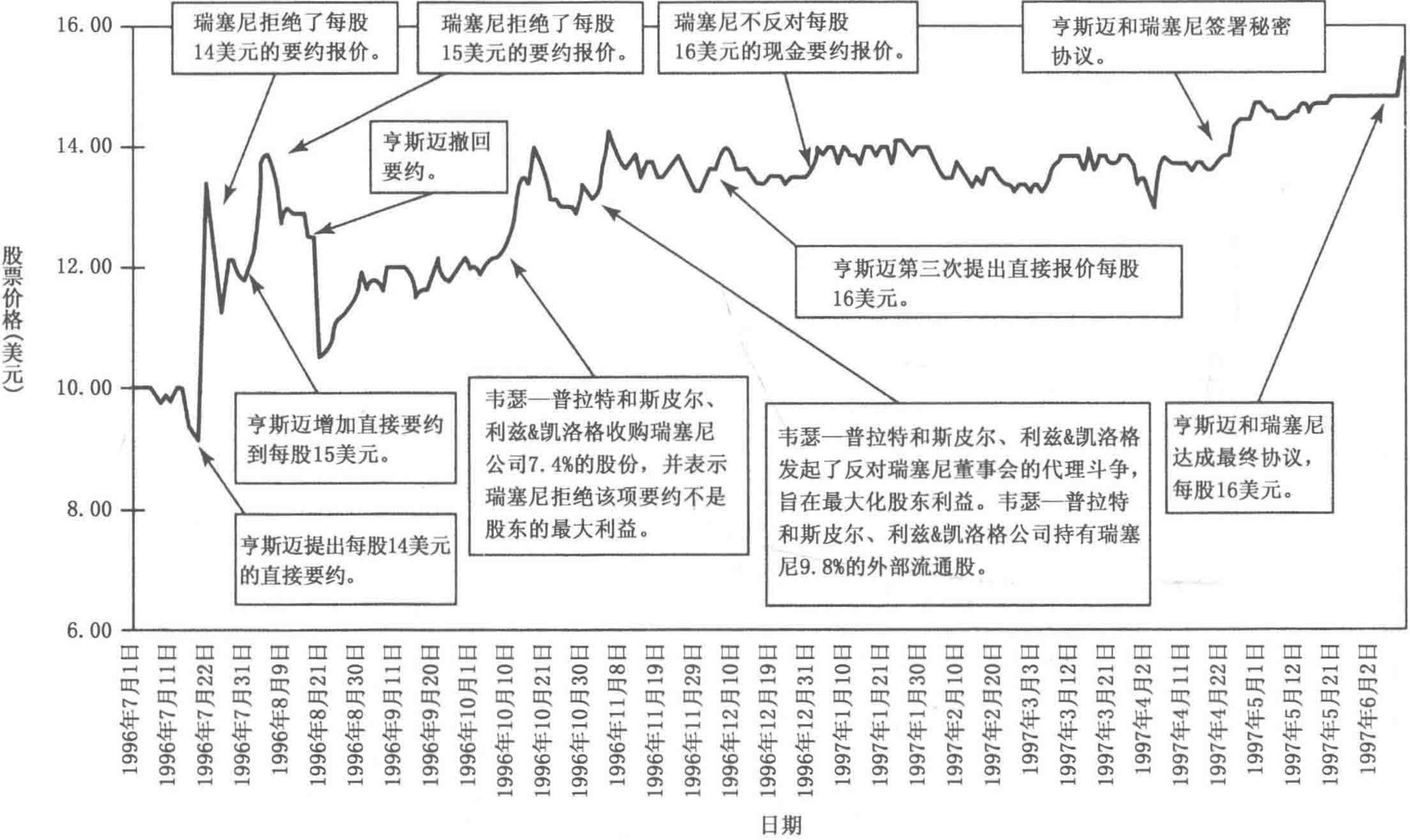
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 1996年7月22日 | 瑞塞尼公司董事会拒绝了该项建议。董事会考虑了很多因素，其中包括公司普通股的历史和当前市场估值、大宗化工产业的当前情况以及公司的未来前景，之后得出如上结论。 |
| 8月1日 | 瑞塞尼公司于8月1日收到了亨斯迈公司以每15美元收购的第二份建议。 |
| 8月5日 | 瑞塞尼公司董事会一致否决了该项建议。 |
| 8月21日 | 亨斯迈公司放弃了其价值2.865美元的不成功报价。 |
| 10月3日 | 就在瑞塞尼公司拒绝亨斯迈公司每股15美元的报价之后不久，韦瑟—普拉特向证券交易委员会提交了表单13D。该文件说，韦瑟—普拉特希望公司管理层和董事会做出改变，这会让它考虑寻求来自第三方的要约报价。 |
| 11月12日 | 11月，韦瑟—普拉特和投资公司斯皮尔、利兹&凯洛格的投票权增加到了9.8%。韦瑟—普拉特还发起代理权斗争，要求驱逐瑞塞尼公司董事会成员并出售该公司，另外还通过了章程细则，旨在赋予股东在并购事务上更多的话语权。 |
| 12月4日 | 亨斯迈公司重新提出建议，在并购交易中以每股16美元收购瑞塞尼公司。 |
| 1997年1月3日 | 瑞塞尼公司表示愿意接受每股16美元的要约报价，只要它在60天内充分融资并完成交易。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






**图C.12 瑞塞尼公司(美国)**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# ITT 公司

美国　　　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 54.40 百万美元 |
| --- | --- | --- |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1997 年 7 月 17 日 | 65.56 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1997 年 9 月 16 日 | 62.63 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1997 年 11 月 7 日 | 80.31 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1998 年 2 月 27 日 | 68.04 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 198.14% |
| TI/TO 回报 | | 91.72% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

ITT 工业公司是一家跨国公司，直接或通过其子公司参与广泛的工程产品的设计和制造，专注于三个主要业务领域——ITT 汽车、ITT 国防电子以及 ITT 射流技术。ITT 汽车设计、研发和生产各种汽车零部件和汽车系统。ITT 国防电子开发、制造和服务支持高科技电子系统、全球防务组件以及商务市场，业务遍及北美、欧洲和亚洲。ITT 流射技术（ITT Fluid Technology）是一家跨国公司，在 1996 年的销售额大约为 13 亿美元，从事设计、开发、生产和销售用于移动、处理、传输、控制及含有流体的产品、系统和服务。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1997 年 7 月 15 日　　ITT 公司宣布，其董事会批准了一项计划，ITT 公司将被拆分成三家独立的公司。

8 月 7 日　　希尔顿酒店（Hilton Hotels）宣布，它将收购 ITT 公司的报价从每股 55 美元增加到 70 美元，交易价值为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| | 115亿美元。ITT董事会拒绝了该项要约。 |
| 9月17日 | 韦瑟—普拉特在联邦法院(内华达州)提交了一份非当事人意见陈述,反对ITT分拆。该份非当事人意见陈述表明,韦瑟—普拉特表达了明确反对ITT综合计划的观点。韦瑟—普拉特认为,该份计划违反了内华达州公司法,因为它涉及非法拆分。另外,该份意见陈述提醒法院该计划将会造成的危害:给内华达州公司法制造一个漏洞,削弱股东在董事会交叉任期内所享有的否决权。 |
| 9月30日 | 根据韦瑟—普拉特提交的文件,法院做出决定,敦促ITT董事会马上停止对希尔顿公司并购的阻力。 |
| 10月20日 | 喜达屋公司(Starwood Lodging Trust)同意以每股15美元加上67美元股票的代价买入ITT,产生一项133亿美元的交易,这会打造出全球最大的连锁酒店,显然结束了希尔顿酒店购买ITT公司的长期努力。 |
| 11月3日 | 希尔顿将其现金报价提升到每股80美元。 |
| 11月7日 | 喜达屋公司再次以现金加股票的形式,将报价提升到每股85美元。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1998年2月18日 | 喜达屋公司股东批准其公司收购ITT公司。 |
| 2月23日 | 该交易以现金加股票形式正式公布。 |
| 2月27日 | 韦瑟—普拉特卖出其股票,表明该项交易已经完成。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.13 ITT公司(美国)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 埃克林制造(Echlin Manufacturing)

美国 防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 36.90 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入** | 1998 年 3 月 26 日 | 52.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1998 年 3 月 17 日 | 48.81 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1998 年 5 月 4 日 | 51.56 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1998 年 7 月 10 日 | 50.52 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 42.88% |
| TI/TO 回报 | | 219.51% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

** 由于资金的约束，实际的头寸吸筹出现在介入日期之后。

## Ⅱ. 公司

在投资时，该公司的主要产品类别包括制动系统、发动机系统、其他汽车零部件和非汽车产品。本公司的产品主要作为替代品出售，用于专业技术人员和汽车及卡车车主。销售对象主要是汽车仓库经销商、重型卡车经销商、零售商以及其他零件制造商。该公司还向汽车和重型卡车市场的原始设备制造商销售其产品。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1998 年 2 月 17 日　SPX 公司宣布其对埃克林公司的报价，要约为价值 30 亿美元的现金加股票，或者说每股 48 美元。

3 月 6 日　SPX 公司领导向股东呼吁，4 月 24 日召开特别股东大会；并且写信给埃克林董事会，声称埃克林的防御策略是误导和极端的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 1998 年 3 月 17 日 | 韦瑟—普拉特给埃克林首席执行官以及康涅狄格州法院的所有成员写了一封措辞有力的信，并将之公布于众，批评埃克林公司支持者所起草的反对股东法案。该法案曾经有望通过，但很快就被废弃了，它允许 SPX 公司购买埃克林。（请注意，这封信在韦瑟—普拉特真正投资该股票之前就被发出了。） |
| 3 月 25 日 | 在康涅狄格州议会击败了埃克林支持的法案，这有效地推迟了特别股东大会的召开。 |
| 3 月 25 日 | SPX 宣布，它已经把大约2 900万股——代表埃克林公司外部流通股约 46％的股份——埃克林股票持有者的要求送达埃克林公司，他们要求召开特别股东大会。 |
| 4 月 6 日 | 埃克林公司宣布，与 SPX 公司的宣布恰恰相反，SPX 还没有向埃克林公司提交充分的合法诉求，也无法要求埃克林公司召开公司特别股东大会。埃克林公司提起诉讼，控告 SPX 公司的误导性陈述。 |
| 5 月 4 日 | 埃克林公司董事会投票，一致建议埃克林公司的股东拒绝 SPX 公司的交换要约，这时德纳公司（Dana Corporation）出现，作为“白衣骑士”出价收购埃克林公司。 |
| 5 月 6 日 | SPX 公司说，它放弃了对埃克林公司的敌意收购，因为埃克林公司将与德纳公司联手。 |
| 5 月 11 日 | 德纳公司和埃克林公司表示，它们的董事会已经达成最终并购协议，这会创建一个全球性汽车零部件供应商，涉及价值高达 36 亿美元的免税股票互换交易。该并购在完成之前，必须得到股东和联邦监管机构的批准。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1998 年 7 月 8 日 | 欧盟批准了该项交易。此次并购完成。 |

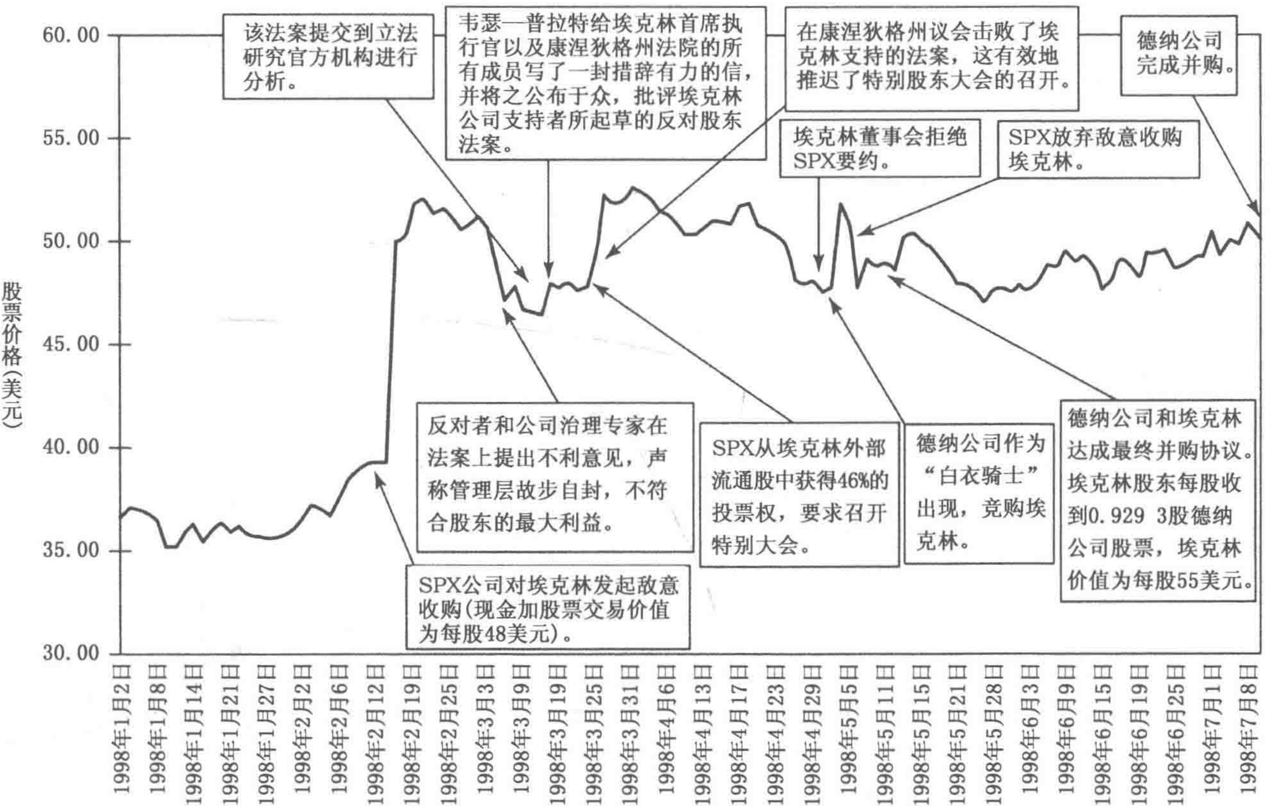
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 7 月 9 日 | 它创造了世界上最大的、向汽车原始设备制造商和组装商供应零部件的独立公司。随着并购的完成，德纳现在生产的产品用于全球 95%以上的汽车产品。合并后的公司提供更为全面的产品线，包括燃油系统、引擎管理组件、制动器、车辆传动部件和系统。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.14　埃克林制造（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 美国银行家保险(American Bankers Insurance)

美国　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 56.30 百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1998 年 1 月 27 日 | 55.875 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1998 年 2 月 19 日 | 55.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1998 年 3 月 16 日 | 65.75 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1999 年 3 月 8 日 | 51.95 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 285.49% |
| TI/TO 回报 | | −13.19% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候,美国银行家保险(ABI)是一家专业保险公司,主要在美国、加拿大以及拉丁美洲、加勒比地区和英国提供与信贷相关的保险产品。该公司所获得的总保费中,大部分来自与信贷相关的保险产品的销售,主要通过金融机构和把为消费者提供融资作为其部分常规业务的其他公司进行销售。美国银行家保险不同于大多数保险公司,因为其财产险和意外险的大部分是与传统财产相对的信贷财产和失业率。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1997 年 12 月 22 日 | 美国银行家保险同意以每股 47 美元的价格被美国国际集团收购。 |
| 1998 年 1 月 27 日 | 胜腾集团(Cendant Corporation)发起敌意收购,以每股 58 美元收购美国银行家保险。 |
| 2 月 19 日 | 韦瑟—普拉特提交给佛罗里达州保险部门一封申请书,以合并美国国际集团和胜腾集团的收购文件,旨 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



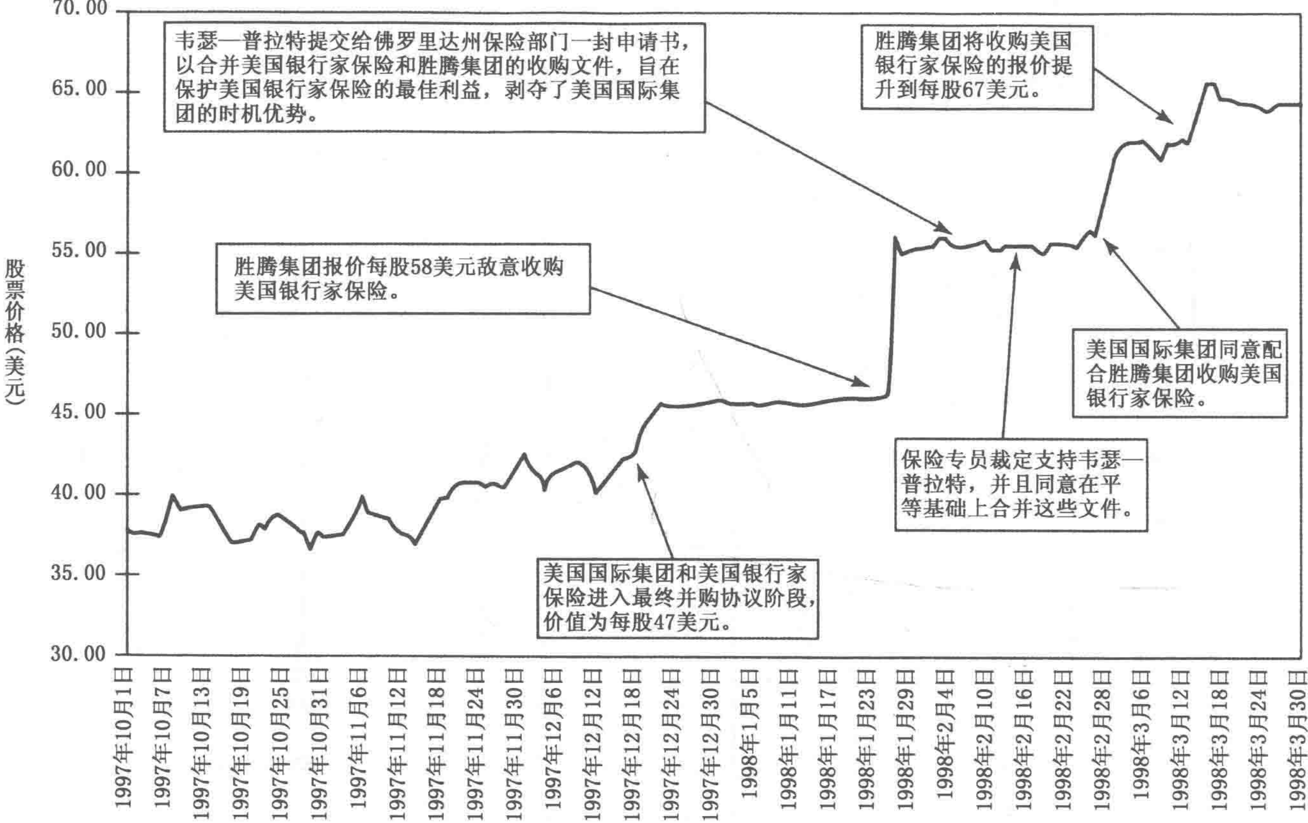
| | |
|---|---|
| | 在保护美国银行家保险的最佳利益，剥夺了美国国际集团的时机优势。 |
| 2 月 | 佛罗里达州保险专员裁定支持韦瑟—普拉特，并且同意在平等基础上合并这些文件。 |
| 3 月 2 日 | 美国国际集团和美国银行家保险表示，他们达成了一项修订的协议，根据该协议，美国国际集团将为每股美国银行家保险以股票加现金的形式支付 58 美元。 |
| 3 月 16 日 | 胜腾集团将收购美国银行家保险的要约报价提升到每股 67 美元。 |
| 3 月 23 日 | 胜腾集团和美国银行家保险宣布，他们签署了一份最终协议，胜腾集团以现金加股票的形式收购美国银行家保险，价值约为 31 亿美元。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1998 年 4 月 15 日 | 当胜腾集团披露公司存在会计问题时，该项交易变成了有问题的交易。胜腾集团会计违规的消息令其股票价格出现跳水，并且交易的股份只有当时价格水平的 35%。胜腾集团要约购买美国银行家保险。胜腾集团必须提供的股份数量是其最初预期数量的 3 倍左右。该公司表示，它可能会变更协议条款，以包括更多现金；然而，这种交易对美国银行家保险的吸引力较低。 |
| 10 月 14 日 | 胜腾集团宣布了一项共同决定，终止并购协议。 |
| 1998 年 10 月到 1999 年 3 月 | 韦瑟—普拉特保留股票，努力利用可感知的套利机会。它认为，美国银行家保险是一份宝贵的财产，最终会被买走。 |
| 1998 年 3 月 8 日 | 富通集团(Fortis)宣布，它将以每股 55 美元的价格购买美国银行家保险。韦瑟—普拉特管理层当时卖出了其股票。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.15 美国银行家保险(美国)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# AMP 公司(AMP, Inc.)

美国 防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 63.10 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1998 年 8 月 10 日 | 41.17 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1998 年 9 月 23 日 | 39.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1998 年 11 月 23 日 | 51.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1999 年 4 月 19 日 | 69.59 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 138.99% |
| TI/TO 回报 | | 142.77% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

AMP 公司设计、生产和销售各种电子设备和电光连接器，以及不断拓展的交互系统和密集连接器组件。该公司的产品在电子、电气、计算机和通信系统方面具有潜在的用途，并且对于诸如语音、数据和视频通信系统的性能变得越来越重要。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1998 年 8 月 4 日　联合信号公司(Allied Signal)宣布，计划每股 44.50 美元收购 AMP 公司。

8 月 21 日　AMP 公司以价格不足为由拒绝了该项要约，并且说，它会通过自身的利润提升计划为股东提供更多价值，该项计划于当年夏季启动。就在几天之后，AMP 在联邦法院提起诉讼，阻止联合信号公司将其代表安置到 AMP 董事会——该次 100 亿美元收购业务的部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



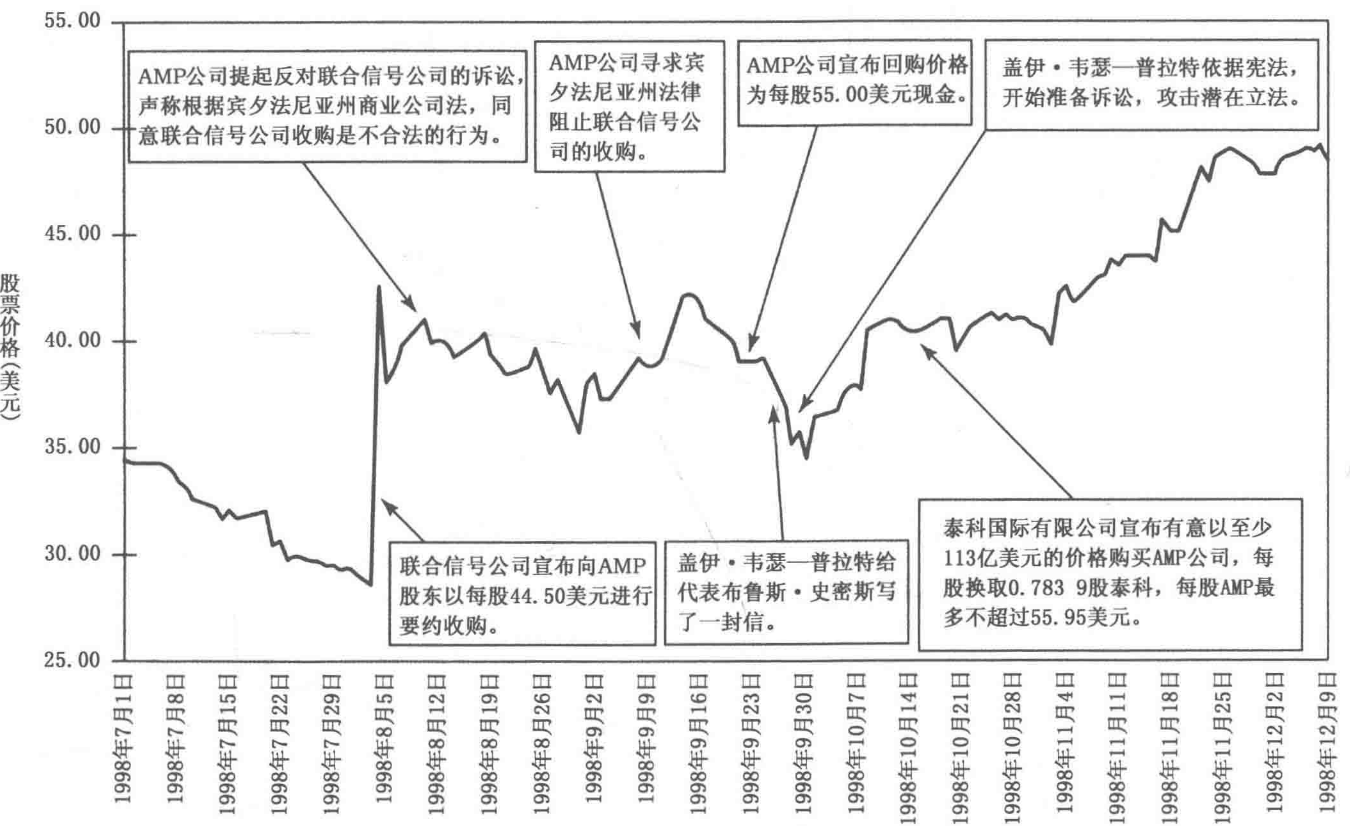
| | |
|---|---|
| | 工作。 |
| 9 月 23 日 | 韦瑟—普拉特给代表布鲁斯·史密斯(Bruce Smith)写了一封信,严厉批评他支持宾夕法尼亚州立法机构阻止联合信号公司要约收购的行为。韦瑟—普拉特依据宪法,开始准备诉讼,攻击潜在立法。宾夕法尼亚州的立法行动未能阻止联合信号公司的收购。 |
| 9 月 24 日 | AMP 公司在宾夕法尼亚州法院进行投诉,认为联合信号公司将毒丸计划的权力下放给非董事代表的努力,本身就违反了国家法律。这就是 AMP 公司试图说服宾夕法尼亚州的立法机构来阻止联合信号公司的要约收购,并且防止敌意收购方在 18 个月内开展同样的收购请求。 |
| 10 月 12 日 | AMP 公司宣布,它开始自我要约收购行动,以每股 55 美元的现金价格,回购最多3 000万股 AMP 普通股。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1998 年 11 月 22 日 | AMP 公司同意泰科国际有限公司(Tyco International Ltd.)113 亿美元股票的竞争性出价。这次泰科交易使得 AMP 公司股东持有的每股 AMP 股票可以获得 51 美元的泰科股票。泰科公司和 AMP 公司董事会批准了合并成一家公司的协议,年收入超过 220 亿美元,业务遍及 80 多个国家。 |
| 1999 年 4 月 2 日 | 泰科公司宣布并购完成。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.16 Amp公司（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 宾州石油公司

美国 防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 67.00 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1997 年 6 月 23 日 | 77.77 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1997 年 12 月 1 日 | 65.75 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动** | 1999 年 8 月 25 日 | 39.65 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期** | 1999 年 8 月 25 日 | 39.65 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | −25.87% |
| TI/TO 回报 | | −31.31% |

* 对于所有韦瑟—普拉特管理的投资该股票的所有账户。

** 出售最后一部分并购标的——德文能源，该价格不包括分拆宾州能源的现金流。

## Ⅱ. 公司

宾州石油公司勘探并生产原油及天然气，生产和销售高品质润滑油，其中包括美国最畅销的机油，并且是捷飞络国际公司(Jiffy Lube International)的母公司，捷飞络又是世界上最大的快速换油中心加盟商。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

1997 年 6 月 24 日　联合太平洋资源集团有限公司(UPR)宣布以每股 84 美元敌意收购宾州石油公司。

6 月 26 日　宾州石油提起联邦诉讼，声称 UPR 没有向股东提供该要约负面影响的充分信息。

7 月 1 日　宾州石油董事会建议宾州石油股东拒绝 UPR 提议的要约收购，因为报价并不充分且不符合股东的最佳利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 7 月 22 日 | 宾州石油 61.5%的股份被要约。 |
| 9 月 11 日 | 联合太平洋说，一名联邦法官否决了宾州石油公司为反对联合太平洋直接要约收购而申请的临时禁令。 |
| 10 月 7 日 | 联合太平洋改变了其以现金和股票的形式每股 84 美元的报价，变更为现金要约收购。 |
| 10 月 14 日 | 宾州石油董事会拒绝了联合太平洋公司修订的报价。 |
| 11 月 11 日 | 联合太平洋宣布，它将终止其报价，除非宾州石油在 11 月 17 日之前或当天与之进行真诚的谈判。 |
| 11 月 17 日 | UPR 宣布，它正在终止报价。 |
| 12 月 9 日 | 韦瑟—普拉特向宾州石油年度会议提交了修订的代理材料初稿，包括：<br>● 采纳“股东权利条例”。<br>● 采纳“股东利益保护条例”。<br>● 允许公司 10%的股份持有人召开股东特别大会。<br>● 允许股东在前一次年度会议周年之前 60～120 天期间，向年度会议提交建议和董事提名。<br>● 需要多数外部流通股投票决定变更任何上述条例。<br>● 废除董事会于 1997 年 11 月 1 日后所采纳的任何条例。 |
| 1998 年 3 月 3 日 | 宾州石油与盖伊·韦瑟—普拉特谈判达成一项和解，其中，宾州石油修订其现有的股东权利计划，向公司的毒丸计划中增加一些特色。韦瑟—普拉特撤回了自己对宾州石油董事会的选举提名，与此同时，还撤回了自己计划在公司 5 月 7 日会议上提交的条例修订案以及其他建议。实际上，宾州石油采纳了韦瑟—普拉特所建议的公司治理机制。 |
| 4 月 16 日 | 宾州石油宣布，它将分拆成两家公司，其中一家会买入快克机油公司，该交易的股票价值超过 10 亿美元，并承担其债务。另一家公司后来成为宾州能源公司。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

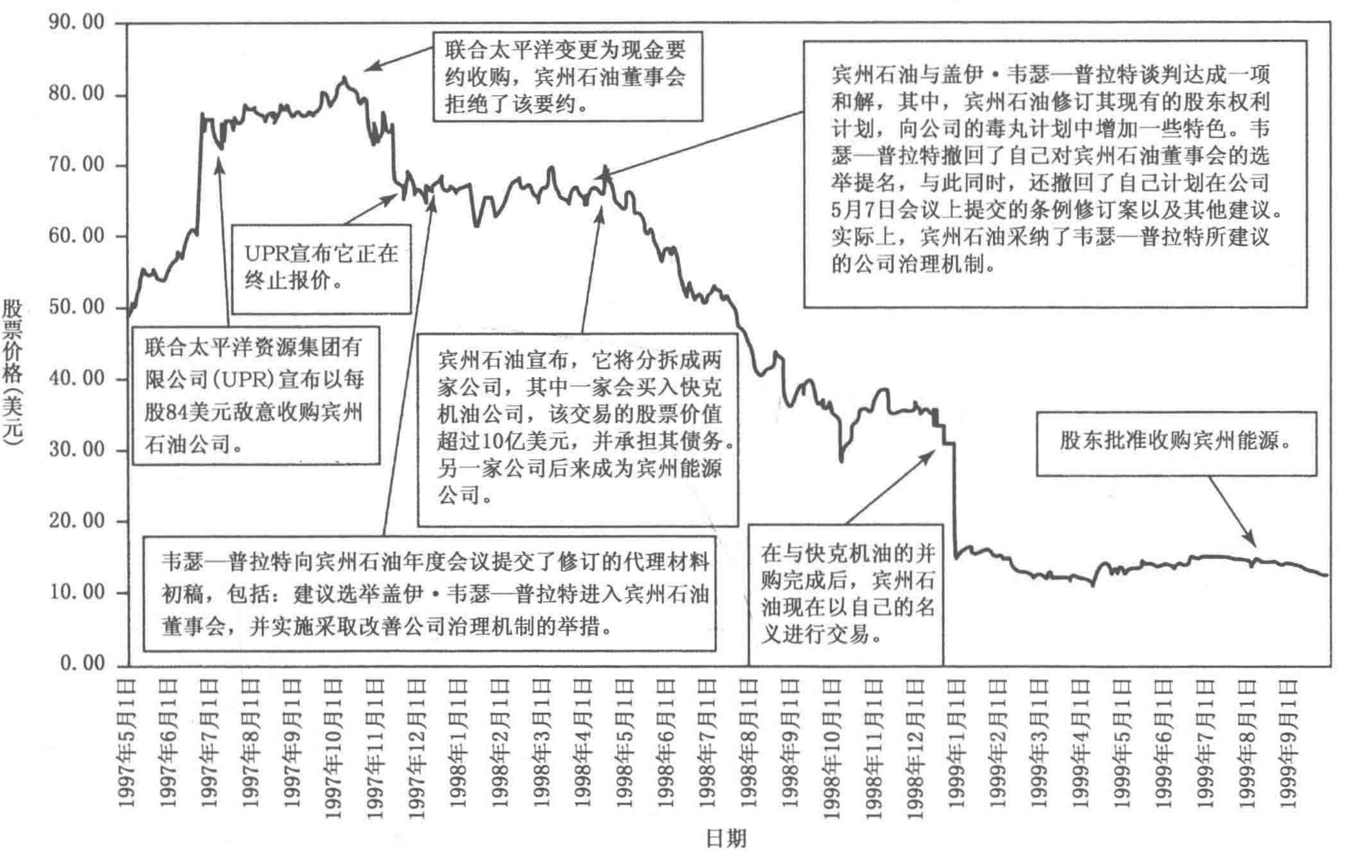


## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1999年1月4日 | 宾州石油和快克机油宣布完成重组,包括宾州石油产品集团的分拆。 |
| 5月20日 | 德文能源提出收购宾州能源。 |
| 8月17日 | 宾州能源和德文能源股东批准对宾州能源的并购。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






**图C.17 宾州石油公司(美国)**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# Telxon 公司

美国　　　　主动性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 28.00 百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1998 年 6 月 2 日 | 30.13 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1998 年 6 月 8 日 | 31.26 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 1998 年 11 月 30 日 | 27.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 1999 年 9 月 21 日 | 8.00 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | −28.42% |
| TI/TO 回报—— | | −67.30% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候，Telxon 公司设计、制造、集成、销售以及服务支持基于交易的无线自动化系统。该公司的移动计算机设备和无线局域网产品可以与客户企业主机系统以及第三方广域网集成在一起，能够让移动工作人员在交易时实时处理数据。该公司还服务于几个新兴移动服务市场，诸如现场服务、保险理赔处理以及工作自动化。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1998 年 6 月 1 日 | 讯宝科技公司宣布要约收购 Telxon 公司，以现金形式为每股 40 美元，或者以现金加股票形式为每股 42 美元。第二天，Telxon 公司拒绝了该项要约，令那些希望从该项交易中获得大幅溢价的股东极为恼火。Telxon 公司有毒丸计划规定，允许它对抗敌意收购。 |
| 6 月 18 日 | 韦瑟—普拉特发起一场运动，试图在 Telxon 公司拒绝 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



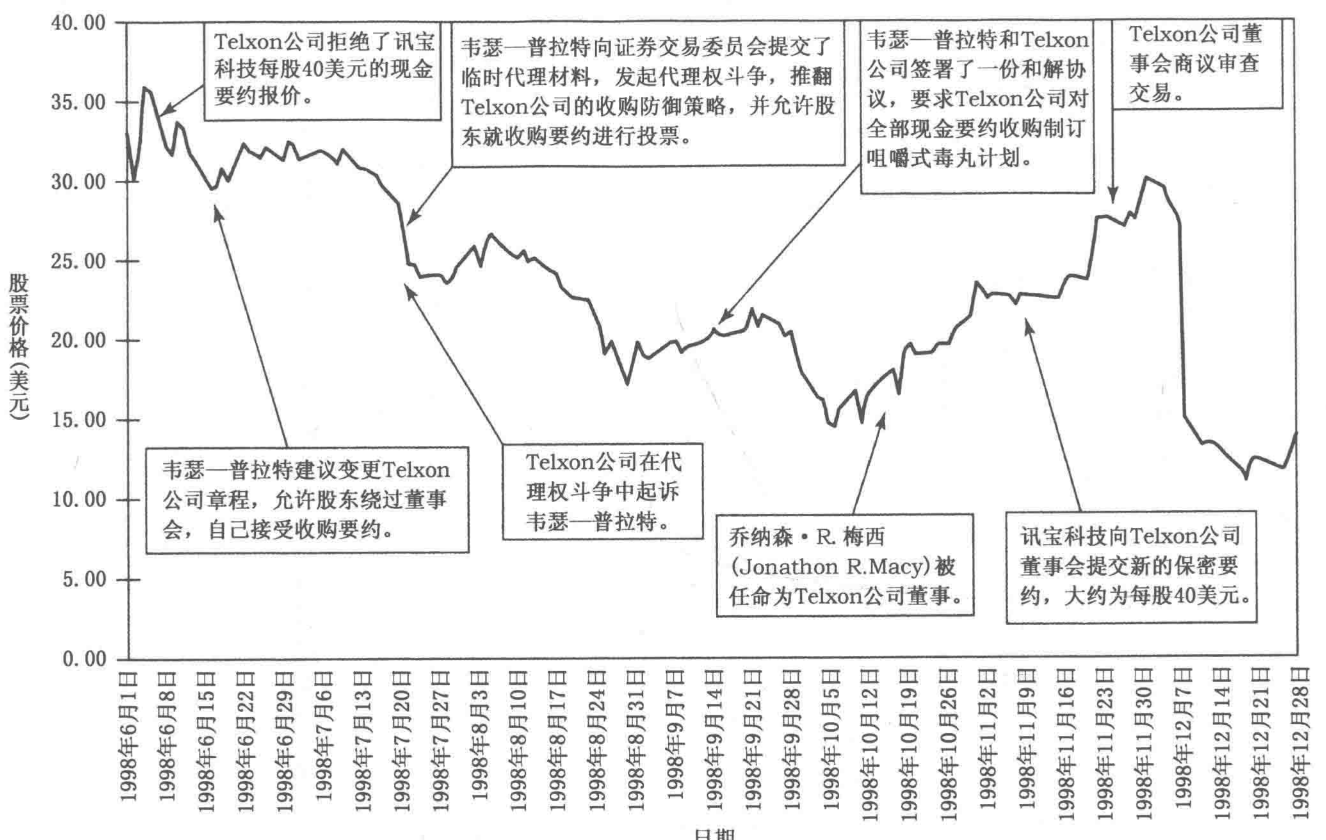
| | |
|---|---|
| | 现金报价每股 40 美元的要约后，修订 Telxon 公司章程。韦瑟—普拉特发起一场代理权斗争，企图绕过 Telxon 公司不情愿的董事会，强制股东对该提案进行投票。 |
| 7 月 15 日 | Telxon 公司以在特拉华州区的美国地方法院提起诉讼作为回敬，指控韦瑟—普拉特向证券交易委员会做出了虚假和误导性陈述。 |
| 8 月 27 日 | 这次拒绝被收购的企图激发了韦瑟—普拉特领导的代理权斗争，在 Telxon 公司同意接受未来的现金要约报价高于每股 40 美元时，这场斗争平息下来。韦瑟—普拉特和 Telxon 公司签署了一份和解协议，要求 Telxon 公司对全部现金要约收购制订咀嚼式毒丸计划，它迫使公司董事会在 90 天内为其股东引入收购要约，并且接受其在董事会的提名。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 1999 年 1 月 4 日 | Telxon 公司以“缺乏诚意”为由拒绝了每股 40 美元的报价，把这看成是企图对公司造成损害。Telxon 公司的会计欺诈指控导致讯宝科技撤回了其要约。 |
| 1998 年 12 月到 1999 年 9 月 | 韦瑟—普拉特保留该股票，因为它并不完全清楚，对 Telxon 公司的会计欺诈指控是否有理有据。在韦瑟—普拉特团队认为自己已经恢复了最大可能的价值时，它卖出了该股票。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






**图C.18 Telxon公司（美国）**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# GRC 国际

美国 主动性

## I. 投资数据

| 投入资金* | | 0.40 百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1999 年 10 月 7 日 | 8.50 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1999 年 10 月 7 日 | 8.50 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 2000 年 2 月 14 日 | 15.00 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 2000 年 2 月 14 日 | 15.00 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 214.66% |
| TI/TO 回报 | | 214.71% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

在投资的时候，GRC 国际（GRC International，GRCI）向美国政府提供广泛的专业服务。政府服务占收入的 96%，而商业客户的信息科技服务占收入的 4%。公司的美国政府业务主要是美国国防部（“DoD”）及其机构。大约 17%的业务依据保密合同开展，这需要其员工有特殊的安全许可。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1999 年 8 月 5 日 | 韦瑟—普拉特被 GRC 国际公司的弗兰克·西里弗（Frank Gilliffo）授予期权，旨在诱使韦瑟—普拉特加入 GRC 董事会。 |
| 10 月初 | 弗兰克·西里弗向证券交易委员会提交一份文件，提名韦瑟—普拉特加入 GRC 国际公司董事会。西里弗报怨 GRC 国际董事会忽视股东的建议投票，呼吁该公司撤销其反收购防御的“毒丸计划”，并且重组董事 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会，让新董事更容易进行投票。

12月13日 韦瑟—普拉特合伙人尼尔·B.弗里曼(Neal B. Freeman)和理查德·N.玻尔(Richard N.Perle)，作为诉讼和解的条件，当选为董事会董事。

## Ⅳ. 后续事件

2000年2月14日 GRC国际与美国电话电报公司达成并购协议和计划，每股现金价格为15.00美元。收购完成之后，GRC国际在美国电话电报公司业务服务范围之内，作为美国电话电报公司政府市场的一个单位进行操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.19 GRC国际(美国)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 曼内斯曼公司

德国　　防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 34.50 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1999 年 11 月 24 日 | 187.40 欧元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 1999 年 12 月 22 日 | 231.60 欧元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 2000 年 2 月 9 日 | 278.57 欧元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 2000 年 3 月 13 日 | 360 欧元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 151.09% |
| TI/TO 回报 | | 186.09% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

曼内斯曼公司(Mannesmann AG)是一家全球性多元化经营集团公司,致力于工程、汽车和电信行业。1998 年,曼内斯曼公司收购英国第三大手机公司 Orange,使其成为欧洲顶级的无线公司。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1999 年 10 月 21 日 | 曼内斯曼公司股票价格在其宣布收购 Orange 公司时下跌 10%到 140 欧元。此次的并购价格被认为太高了。 |
| 11 月 8 日 | 被沃达丰收购的传闻,使其不得不放弃 Orange 公司或者法国电信(French Telecom),将该股价推升到之前水平。 |
| 11 月 15 日 | 沃达丰提出以1 030亿欧元的价格敌意出价收购曼内斯曼公司。它提出为每股曼内斯曼公司股票转换其股份的 43.7%。沃达丰只需要 50%的外部流通股加 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| | 上一股就可以完成收购曼内斯曼公司。<br>该交易中的两个主要风险是:新集团的潜在垄断局面;大多数目标公司股东拒绝该交易。<br>曼内斯曼公司首席执行官埃塞尔(Esser)发现该价格太低,要求股东拒绝该报价。3个共约占30%股份的主要股东公开表示不支持该报价。曼内斯曼公司监督和管理委员会拒绝了该报价,认为价格不够高。 |
| 11月18日 | 沃达丰提高对曼内斯曼公司的报价,为每股曼内斯曼股票提供其股份的53.7%。沃达丰希望50.1%的股份支持该项收购,并且如果收购成功,就会剥离Orange公司。 |
| 12月 | 德国总理施罗德和其他政治领袖联合反对沃达丰的报价。 |
| 12月22日 | 韦瑟—普拉特宣称,他完全有信心获得曼内斯曼公司5%股份的支持,这是召开特别股东大会所需要的股份数量。他希望曼内斯曼公司开始与沃达丰沟通。本次特别大会的目标是,获得反对董事会的"不信任"投票。<br>韦瑟—普拉特相信,根据相关规定,该交易可以完成。沃达丰说,如果它成功收购曼内斯曼公司,它会出售Orange公司,这是唯一的潜在反垄断问题。<br>韦瑟—普拉特相信,如果埃塞尔无法创造出足够的股东价值来与沃达丰的报价相竞争,那么他就不得不在股东的压力下接受该报价。沃达丰可能还会增加其报价,以确保最终该报价被接受。 |
| 12月27日 | 美国劳工联合会向《美国职工退休所得保障条例》计划管理者施加压力,不要向沃达丰卖出其曼内斯曼股份。韦瑟—普拉特公开要求美国劳工局长调查美国劳工联合会向《美国职工退休所得保障条例》计划管理者所施加的压力,从而经理人放出话说,会向沃达 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



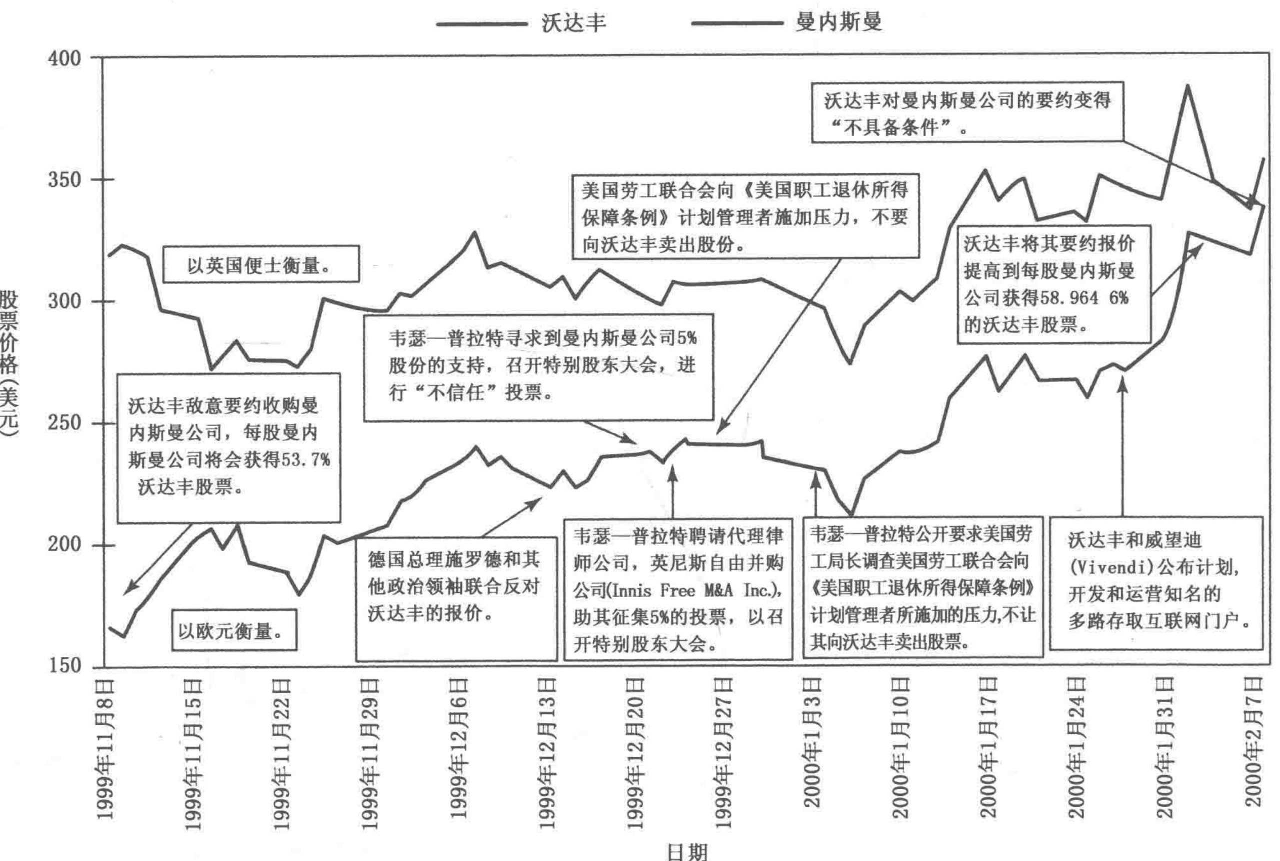
丰出售,并使得其在曼内斯曼公司的投资价值最大化。

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 2000 年 2 月 4 日 | 曼内斯曼公司同意沃达丰上调的报价,其中,它会获得新集团的 49.5%。新的转换比率为 58.96%。 |
| 2 月 9 日 | 该要约成为无条件要约。 |
| 3 月 1 日 | 韦瑟—普拉特获得沃达丰股份,产生的年化收益率为 151%。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






**图C. 20　曼内斯曼公司(德国)**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 威拉米特工业公司(Willamette Industries, Inc.)

美国 防御性

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 36.00 百万美元 |
|---|---|---|
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 2000 年 11 月 29 日 | 49.61 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 2001 年 3 月 19 日 | 46.40 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 2002 年 1 月 22 日 | 55.12 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 2002 年 2 月 13 日 | 55.50 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 26.09% |
| TI/TO 回报 | | 17.16% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

威拉米特工业公司是一家综合性林业产品公司，在美国、欧洲和墨西哥经营生产设施。该公司的主要产品业务是白纸、牛皮纸和建筑材料，其中包括硬纸浆、精细纸张、牛皮箱纸板、瓦楞纸箱、纸袋、木材、胶合板和刨花板。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

| | |
|---|---|
| 1998 年 11 月 6 日 | 惠好公司(Weyerhaeuser, WY)致信威拉米特公司，提议以每股现金 48 美元收购所有威拉米特公司外部流通普通股，在 2000 年 11 月 10 日收盘价基础上溢价 38%，在之前 60 天平均股价基础上溢价 60%。 |
| 11 月 11 日 | 威拉米特公司告知惠好公司，威拉米特公司董事会已经在 11 月 9 日召开会议，未能采纳惠好公司的提议。 |
| 11 月 13 日 | 惠好公司在媒体上证实，它就该提议与威拉米特公司接触过。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| | 惠好公司启动敌意收购，表示公司打算在计划于 4 月 17 日召开的威拉米特的年度董事会议上，确定 3 名支持该要约的董事候选人。 |
| | 威拉米特董事会投票，一致拒绝惠好公司的收购要约。 |
| 2000 年 12 月 21 日 | 惠好公司拟提名 4 名候选人竞选威拉米特董事。 |
| | 威拉米特确定于 2001 年 6 月 7 日周四召开年度会议，根据 2001 年 4 月 16 日收盘时的记录，确定有投票资格的股东。 |
| 2001 年 3 月 16 日 | 韦瑟—普拉特管理者写信给威拉米特总裁，表达对威拉米特董事会处理惠好公司要约方式的不满，并且发誓与威拉米特的“只说不”收购防御策略斗争到底。 |
| 5 月 7 日 | 威拉米特上调其报价到每股 50 美元。 |
| 5 月 11 日 | 韦瑟—普拉特再次致信谴责威拉米特的“只说不”收购防御策略。 |
| 5 月 31 日 | 惠好公司致信给威拉米特股东，要求他们在 6 月 7 日年度会议上选举惠好公司提名人，以便两家公司可以启动最终并购协议谈判。 |
| 6 月 6 日 | 韦瑟—普拉特致信威拉米特，对其估值模型提出质疑。 |
| 6 月 7 日 | 惠好公司将 3 名董事会候选人选举进入威拉米特董事会。 |
| 9 月 14 日 | 惠好公司扩展其报价，第六次要约收购威拉米特的股份。 |
| 9 月 28 日 | 威拉米特创始家族表示，愿意与惠好公司就交易进行协商，并会认真考虑每股 55 美元的报价。 |
| 12 月 13 日 | 惠好公司为威拉米特做出了“最终”报价，将其现金收购价格提升到每股 55 美元。 |
| 12 月 14 日 | 韦瑟—普拉特敦促威拉米特董事们就该次新的每股 55 美元要约做出回应。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



| | |
|---|---|
| 2002年1月3日 | 韦瑟—普拉特管理层敦促威拉米特董事们不要使用貌似“错误的”协同效应作为借口，拟用佐治亚太平洋公司(Georgia Pacific)的交易来击败惠好公司的要约。 |
| 1月4日 | 威拉米特拒绝了每股55美元的报价，选择与佐治亚太平洋公司继续交易，包括其建筑产品业务。韦瑟—普拉特管理层宣称，它正在启动反对威拉米特公司董事们的集体诉讼，他们宣布拒绝惠好公司每股55美元要约的行为违反了信托责任。 |
| 1月8日 | 俄勒冈州法官批准韦瑟—普拉特加速案件的请求，并裁定威拉米特必须在停止佐治亚太平洋公司交易前至少48小时，通知其股东。 |
| 1月10日 | 韦瑟—普拉特致信给丘博——威拉米特董事责任保险承保公司，告知威拉米特，它正在关注威拉米特董事们的行为，有可能会违反对股东的信托责任。 |
| | 加州公务员退休基金，在韦瑟—普拉特管理层的催促下，呼吁威拉米特董事会放弃与惠好公司的斗争。 |
| 1月21日 | 威拉米特宣布，它已经接受了惠好公司每股55.50美元的报价。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 2002年2月2日 | 97%的威拉米特股份出售给惠好公司。 |
| 3月15日 | 惠好公司完成了对威拉米特的收购。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.21　威拉米特工业公司(美国)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# 通用休斯电子(GM Hughes Electronics,GMH)

美国 防御性

## Ⅰ. 投资数据

| | | |
|---|---|---|
| 投入资金* | | 5.10 百万美元 |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 2003 年 4 月 11 日 | 10.52 美元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 2003 年 4 月 11 日 | 10.52 美元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 2003 年 11 月 4 日 | 16.33 美元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 2003 年 11 月 4 日 | 16.33 美元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 46.12% |
| TI/TO 回报 | | 42.02% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

通用休斯电子现在叫作 DIRECTV 集团有限公司,该公司提供数字多频道电视娱乐节目、卫星宽带网络和服务。该公司还提供全球视频和数据播放服务。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

2003 年 4 月 11 日　韦瑟—普拉特开始吸筹。

韦瑟—普拉特采取积极主动的姿态,反对通用汽车以损害 GMH 股东利益的方式分拆子公司休斯的计划。

韦瑟—普拉特寻求采取法律行动,计划迫使 GMH 顺从股东,将休斯公司 34%的股权以 66 亿美元的价格出售给新闻集团。

4 月 28 日　韦瑟—普拉特认为,相比于给 GMH 持有人制订的计划而言,通用汽车应该获得更好的补偿。韦瑟—普拉特说,这会违反通用汽车自己的公司登记执照,后者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



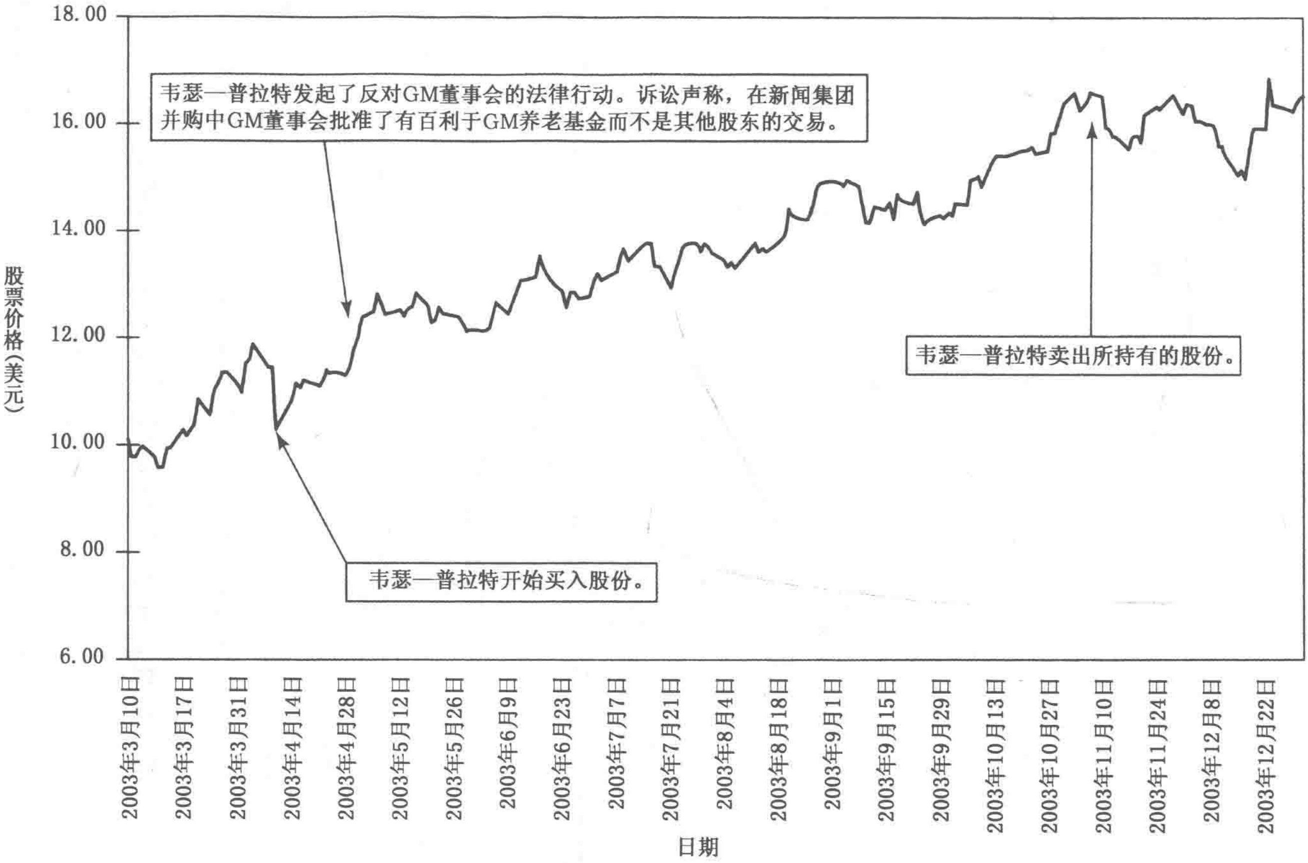
| | |
|---|---|
| | 禁止通用汽车和GMH股东之间出现歧视。 |
| | 韦瑟—普拉特发起了反对通用汽车董事会的法律行动。诉讼声称，通用汽车董事们违反信托责任，批准了在新闻集团并购中有利于通用汽车养老基金而不是其他股东的交易。 |
| 8月22日 | 通用汽车计划寻求股东批准其分拆自己全资子公司休斯电子公司的提案。 |
| 10月6日 | 通用汽车股东强力支持分拆休斯电子公司。 |
| 11月4日 | 韦瑟—普拉特退出自己的头寸。 |

## Ⅳ. 后续事件

| | |
|---|---|
| 12月22日 | 通用汽车、休斯和新闻集团完成了休斯电子公司交易。诉讼仍悬而未决。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






图C.22 通用休斯电子（美国）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



# Prosodie 公司

法国

## Ⅰ. 投资数据

| 投入资金* | | 38.70 百万美元 |
| --- | --- | --- |
| 韦瑟—普拉特最初买入 | 1999 年 12 月 17 日 | 48.00 欧元 |
| 韦瑟—普拉特开始公司治理行动 | 2004 年 3 月 19 日 | 22.50 欧元 |
| 韦瑟—普拉特结束公司治理行动 | 2007 年 3 月 21 日 | 25.25 欧元 |
| 韦瑟—普拉特卖出日期 | 2007 年 3 月 26 日 | 25.25 欧元 |
| 公司治理行动期间年化回报率 | | 4.07% |
| TI/TO 回报 | | −2.18% |

* 对于韦瑟—普拉特管理的投资于该股票的所有账户。

## Ⅱ. 公司

Prosodie 公司开发并运营电信服务以及 IT 解决方案，让消费者、客户、合作伙伴和/或甚至最大的公共和私人机构员工进行信息的访问和交换。Prosodie 公司还在以下 3 个活动领域面向公众制造并提供信息：(1)通过两个品牌节目即 Meteo 咨讯和 La Chaine Meteo(电视频道)提供天气预报；(2)通过 GENY 提供赛马节目；(3)通过 France-examen 提供考试成绩。这四个品牌形成了其 Prosodie 信息业务单位。在北美，Prosodie 互动是 Prosodie 公司的区域运营业务单位，提供增值的 ASP 电子商务、交互式语音(IVR/CRM)，以及企业业务 Web 和数据解决方案。Prosodie 公司还拥有 nCryptone 公司 100%的股权，它是嵌入能源的强大认证解决方案(ISO 银行卡的规格)领域的领导者。

## Ⅲ. 事件时间表/投资原理/韦瑟—普拉特的作用

2004 年 3 月 19 日　　韦瑟—普拉特宣布控制了电信运营商 Prosodie 公司 10.27%的股份。在看到管理层多年来未能为 Prosodie 股东实现最大价值之后，韦瑟—普拉特买入该股票。

12 月 27 日　　对于 Prosodie 最近的公司回购要约，韦瑟—普拉特选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



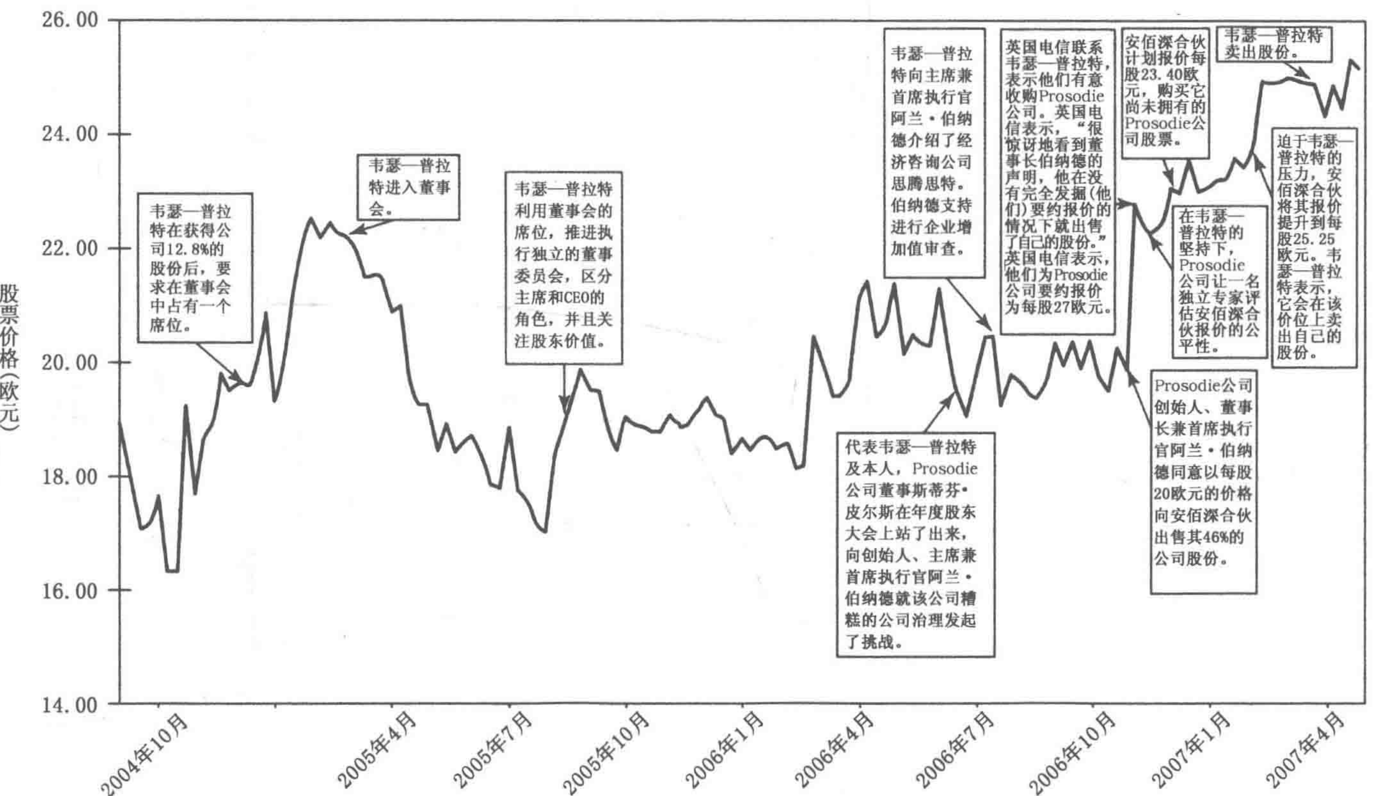
| | |
|---|---|
| | 择保留其全部股份,之后达到该公司股本的12.8%。 |
| 2005年1月28日 | 韦瑟—普拉特被公司任命为Prosodie公司行政官。到Prosodie公司股东大会审议批准2006年财务报表,韦瑟—普拉特将一直担任该职位。 |
| 2006年6月14日 | 代表韦瑟—普拉特及本人,Prosodie公司董事斯蒂芬·皮尔斯(Stephen Pierce)在年度股东大会上站了出来,向创始人、主席兼首席执行官阿兰·伯纳德(Alain Bernard)就该公司糟糕的公司治理发起了挑战。 |
| 7月 | 韦瑟—普拉特向主席兼首席执行官阿兰·伯纳德介绍了经济咨询公司思腾思特(Stern Stewart)。伯纳德支持进行企业增加值审查。 |
| 2006年10月27日 | Prosodie公司创始人、董事长兼首席执行官阿兰·伯纳德同意,以每股20欧元的价格向安佰深合伙(Apax Partners)出售其46%的公司股份。 |
| 10月 | 英国电信集团联系韦瑟—普拉特,表示他们有意收购Prosodie公司。英国电信集团表示,“很惊讶地看到董事长伯纳德的声明,他在没有完全发掘(他们)要约报价的情况下就出售了自己的股份。”英国电信表示,他们为Prosodie公司要约报价为每股27欧元。 |
| 10月 | 在韦瑟—普拉特的坚持下,Prosodie公司让一名独立专家评估安佰深合伙报价的公平性。 |
| 12月1日 | 安佰深合伙计划报价每股23.40欧元,购买它尚未拥有的Prosodie公司股票。 |
| 2007年2月5日 | 迫于韦瑟—普拉特的压力,安佰深合伙将其报价提升到每股25.25欧元。韦瑟—普拉特表示,它会在该价位水平上卖出自己的股份。 |

## IV.后续事件

| | |
|---|---|
| 2007年3月 | 韦瑟—普拉特向安佰深合伙的收购要约卖出所有股份。 |

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



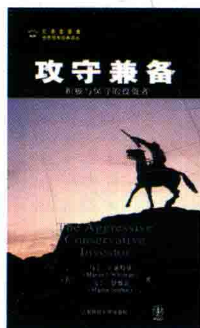


图C.23　Prosodie S.A. 公司(法国)

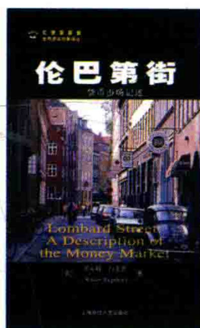
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


# 汇添富基金·世界资本经典译丛

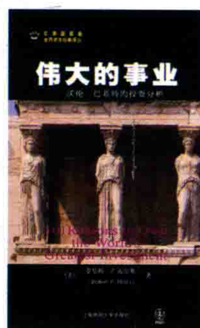
## 第一辑



《攻守兼备——积极与保守的投资者》
定价：39.00元



《伦巴第街——货币市场记述》
定价：25.00元



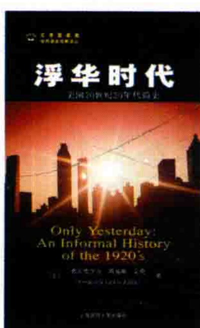
《伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析》
定价：28.00元



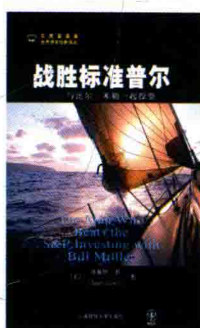
《忠告——来自94年的投资生涯》
定价：25.00元



《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》
定价：30.00元



《浮华时代——美国20世纪20年代简史》
定价：35.00元

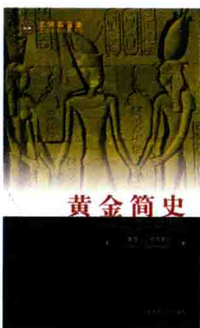


《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》
定价：29.00元

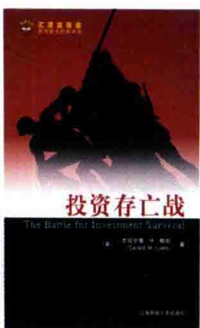


《价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法》
定价：29.00元

## 第二辑



《黄金简史》
定价：43.00元



《投资存亡战》
定价：32.00元

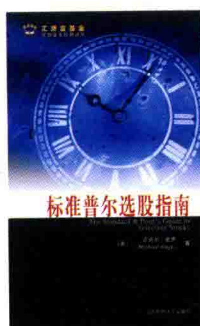


《华尔街五十年》
定价：30.00元



《华尔街的扑克牌》
定价：37.00元

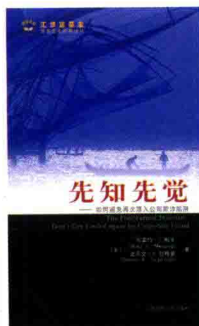
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



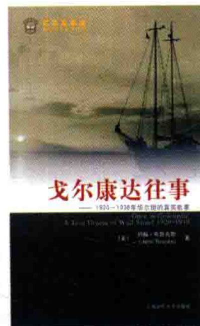

《标准普尔选股指南》
定价：31.00元




《铁血并购——从失败中总结出来的教训》
定价：42.00元

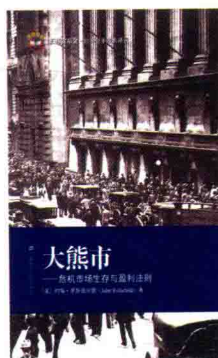



《先知先觉——如何避免再次落入公司欺诈陷阱》
定价：29.00元

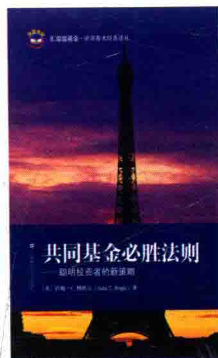



《戈尔康达往事——1920~1938年华尔街的真实故事》
定价：33.00元

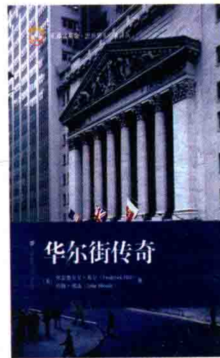
## 第三辑



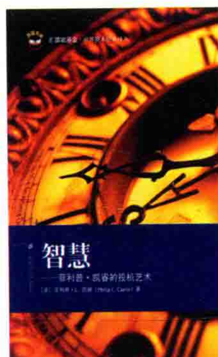

《大熊市——危机市场生存与盈利法则》
定价：28.00元



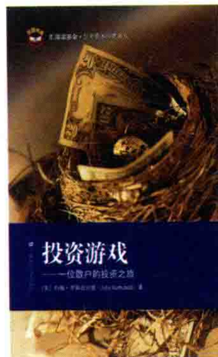

《共同基金必胜法则——聪明投资者的新策略》
定价：42.00元




《华尔街传奇》
定价：26.00元




《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》
定价：28.00元



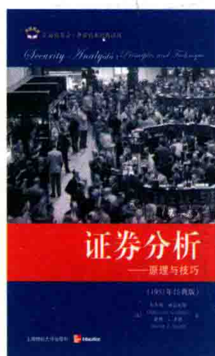

《投资游戏——一位散户的投资之旅》
定价：30.00元




《孤注一掷——罗伯特·康波并购风云录》
定价：32.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

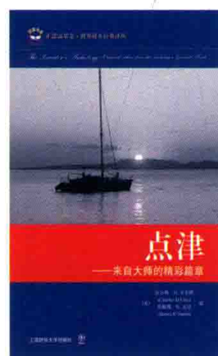
## 第四辑



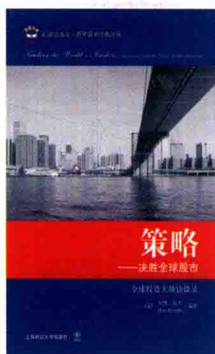

《证券分析——原理与技巧》（全二卷）
定价：92.00元




《股票估值实用指南》
定价：36.00元



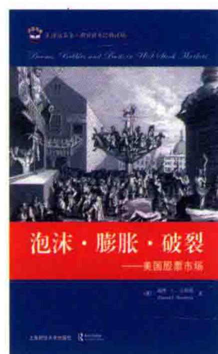

《点津——来自大师的精彩篇章》
定价：36.00元




《策略——决胜全球股市》
定价：31.00元

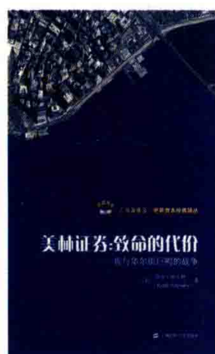



《福布斯英雄》
定价：24.00元




《泡沫·膨胀·破裂——美国股票市场》
定价：39.00元

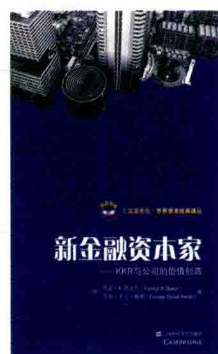
## 第五辑




《美林证券：致命的代价——我与华尔街巨鳄的战争》
定价：29.00元




《货币与投资》
定价：30.00元




《新金融资本家——KKR与公司的价值创造》
定价：30.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




《美国豪门巨富史》
定价：65.00元




《交易员、枪和钞票——衍生品花花世界中的已知与未知》
定价：42.00元

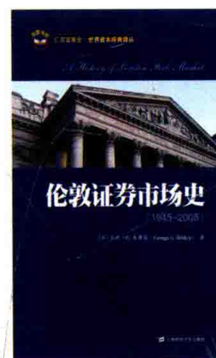



《货币简史》
定价：25.00元

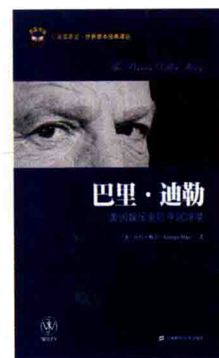
## 第六辑




《银行家》
定价：36.00元




《伦敦证券市场史（1945～2008）》
定价：68.00元



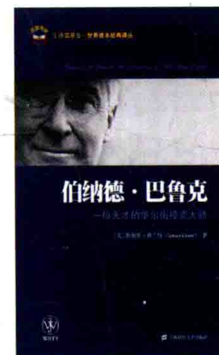

《巴里·迪勒——美国娱乐业巨亨沉浮录》
定价：36.00元




《投资法则——全球150位顶级投资家亲述》
定价：52.00元



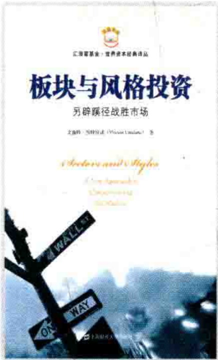

《睿智——亚当谬论及八位经济学巨人的思考》
定价：34.00元



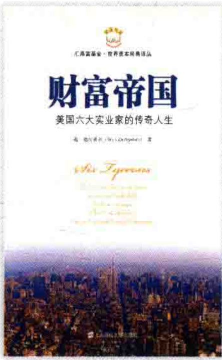

《伯纳德·巴鲁克——一位天才的华尔街投资大师》
定价：42.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

## 第七辑




板块与风格投资
定价：35.00元



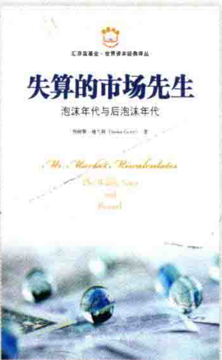

财富帝国
定价：35.00元




股票市场超级明星
定价：48.00元




黄金岁月
定价：45.00元

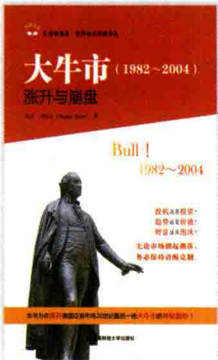



失算的市场先生
定价：47.00元

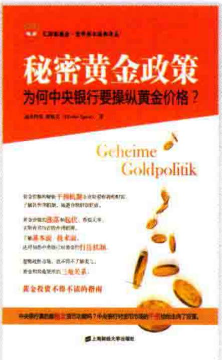



英美中央银行史
定价：49.00元

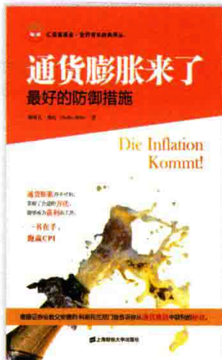
## 第八辑




大牛市
定价：56.00元

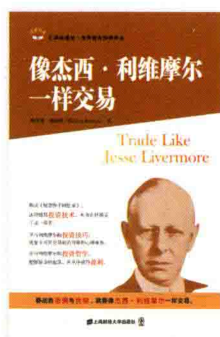



秘密黄金政策
定价：42.00元

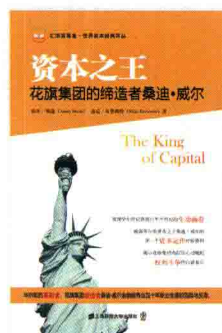



通货膨胀来了
定价：37.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




像杰西·利维摩尔
一样交易
定价：37.00元




资本之王
定价：45.00元

## 第九辑




矿业投资指南
定价：43.00元



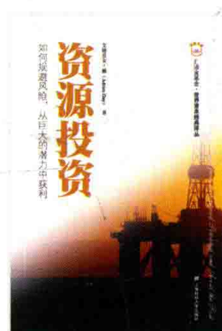

从平凡人到百万富翁
定价：45.00元




交易大趋势
定价：42.00元



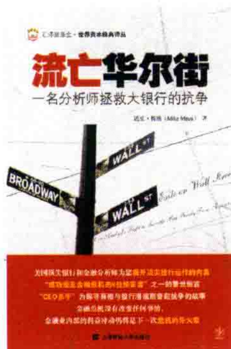

像欧奈尔信徒一样交易
定价：48.00元



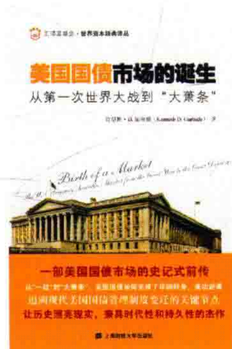

资源投资
定价：43.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

## 第十辑




流亡华尔街
定价：37.00元



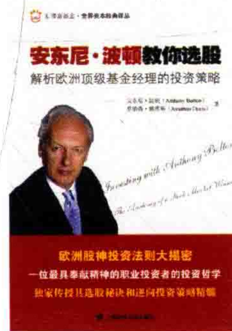

美国国债市场的诞生
定价：58.00元




欧元的悲剧
定价：39.00元

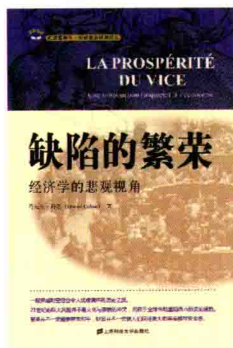



社会影响力投资
定价：42.00元

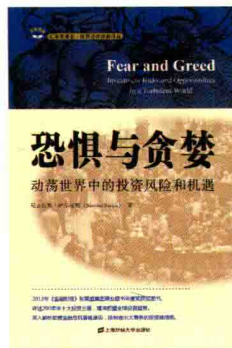



安东尼·波顿教你选股
定价：39.00元

## 第十一辑




缺陷的繁荣
定价：39.00元

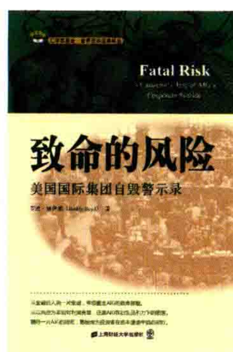



恐惧与贪婪
定价：40.00元

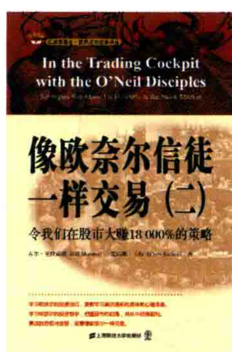



大交易
定价：38.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




致命的风险
定价：52.00元




像欧奈尔信徒一样交易(二)
定价：55.00元

上海财经大学出版社有限公司
地址：上海市武东路321号乙 邮编：200434 网址：www.sufep.com
电话：021-65904895 021-65903798 021-65904705 传真：021-65361973
汇添富基金管理有限公司
地址：上海市富城路99号震旦国际大厦21层 邮编：200120
网址：www.99fund.com 电话：021－28932888（总机） 传真：021-28932949

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利是在一个市场上买入某份合约并在另一个市场上卖出它的行为。只要人们一直在交易，它就始终是热门的投资策略。《风险套利》最初于1971年出版，是套利策略的经典范本。

本书涵盖了从平均预期收益到公司冻结的所有内容，还增加了积极套利的有关内容，展示了积极维权和套利的变形。通过真实的案例阐释以及案例研究，《风险套利》成为每一位严肃的投资专业人士以及精明个人投资者的必备指南。

“盖伊·P.韦瑟—普拉特的经典MBA论文为阴暗的套利世界提供了一座灯塔。在我于1976年开始了自己的业务之时，它是必读书。本书的更新版增加积极套利章节，更加适合当今的市场。对于今天新一代在一年四季中寻求绝对回报的投资者而言，也是必读之书。”加百利基金（Gabelli Funds, Inc）董事长马里奥·J.加百利（Mario J. Gabelli）如是说。

本书于1971年出版，2009年再版。




http://www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.




汇我智慧 添您财富

网址：www.sufep.com

ISBN 978-7-5642-2205-5




定价：52.00元